

Tartu Ülikool
Majandusteaduskond
Ettevõtte majanduse instituut

Aleksei Šapovalov

**VÄIKE- JA KESKMISE SUURUSEGA ETTEVÕTETE
VÄLISFINANTSEERIMISE VÕIMALUSED JA
PROBLEEMID**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Nadezda Ivanova

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2013.a.

Rahanduse õppetooli juhataja

Priit Sander

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Ettevõtete välisfinantseerimise teoreetilised alused	7
1.1. Välisfinantseerimise vormid	7
1.2. Kapitalistruktuuri teooriad	17
1.3. Ettevõtete välisfinantseerimist mõjutavad tegurid – varasemate uurimuste ülevaade	23
2. Eesti ettevõtete välisfinantseerimise võimalused ja probleemid	30
2.1. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kättesaadavus ja võimalused	32
2.2. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamise dünaamika – Eestit puudutavate uuringute ja statistiliste andmete analüüs	38
2.3. Välisfinantseerimise kättesaadavus ja sellega kaasnevad probleemid – väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide küsitluse tulemused	46
Kokkuvõte	55
Viidatud allikad	59
Lisad	65
Lisa 1. Väike ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus kategooriate lõikes Euroopa Komisjoni definitsiooni järgi	65
Lisa 2. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus tegevusharude lõikes 2011. aastal, protsentides	65
Lisa 3. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus maakondade lõikes 2011. Aastal, protsentides	66
Lisa 4. Küsitluse ankeet	66
Summary	68

SISSEJUHATUS

Globaalse majanduskriisi perioodil on aina rohkem hakatud mõtlema ettevõtluse arendamisele ning seda soodustavate meetmete väljatöötamisele majanduskriisi poolt tekitatud kahju leevendamiseks ning majanduse taastamiseks. Euroopa Komisjoni andmetel on üle 99% Euroopa ettevõtetest väike- ja keskmise suurusega ettevõtted ning neis on hõivatud kolm neljandikku tööealisest rahvastikust. Eestis on väike- ja keskmise suurusega ettevõtete osakaal ligikaudu 98% ettevõtete koguarvust. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtted ei ole vaid Eesti riigi ja Euroopa Liidu SKP osa ning maksumaksjad, vaid ka töökohtade andjad ja loojad, mis on eriti oluline majanduskriisi järgse kõrge töötuse tingimustes. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete toetamisele ja arendamisele on viimastel aastatel nii Eestis kui ka kogu Euroopa Liidus hakatud üha enam tähelepanu pöörama, kuivõrd nende areng on ülioluline kogu Euroopa majandustasakaalu säilitamiseks.

Majandusarengu seisukohalt on ka oluline, et võimalikult suur hulk riigis elavatest inimestest oleksid huvitatud isikliku ettevõtte rajamisest, kuivõrd uued väike- ja keskmise suurusega ettevõtted esinevad uute töökohtade loojatena, aidates selle kaudu kaasa sotsiaalselt tasakaalustatud majandusarengu saavutamisel. Väike ja keskmise suurusega ettevõtted pakuvad vähemarenenud piirkondades, kus on vähe suurettevõtteid ning töötusemäär keskmisest kõrgem, võimalust eneseteostuseks ja heaolu suurendamiseks, soodustades sellisel moel tasakaalustatud regionaalset arengut. Oma paindlikkuse tõttu suudavad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted reageerida kiiresti majandustingimuste muutustele ning aitavad seeläbi kaasa kogu majanduse paindlikkuse suurenemisele.

Iga ettevõtte vajab mingil etapil oma arenguloos täiendavat finantseerimist. Seda eriti väike- ja keskmise suurusega ettevõtte. Täiendava finanseeringu vajadus võib olla tingitud

ootamatust kasvust, mis nõuab suures mahus käibekapitali, võimsuse suurendamisest, mis tingib täiendavaid põhivarasid, või ka ootamatust äritegevuse langusest, mis nõuab üldkulude katmiseks täiendavaid rahalisi vahendeid. Täiendava finantseeringu kaasamiseks on tänapäeval olemas palju erinevaid alternatiive, kuid valida jääb ikkagi ettevõttesiseste või -väliste finantseerimise allikate vahel. Kuigi Eesti ettevõtja eelistab omavahendite kasutamist, on tihti peale sunnitud välisfinantseerimist kaasama. Välisfinantseerimise võimalusi on palju, kuid siiski ei ole arusaadav, kui kättesaadavad nad on ja millised probleemid nende kasutamisel tekivad. Samuti on majanduskriisijärgses Eestis toimunud olulised muutused välisfinantseerimise kättesaadavuses väike- ja keskmise suurusega ettevõtete poolt ning ka viimaste eelistustes välisallikate suhtes. Seega on oluline välja selgitada, kuidas hindavad Eesti väike ja keskmise suurusega ettevõtted välisfinantseerimise allikate kättesaadavust ja millised on põhiprobleemid, millega ettevõtted kokku puutuvad.

Antud küsimustele vastuste leidmiseks oli bakalaureusetööle vajalik raamistik paika pandud. Bakalaureusetöö eesmärk on välja selgitada välisfinantseerimise kättesaadavus ja sellega seotud probleemid Eestis väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel. Bakalaureuse töös seatud eesmärgi saavutamiseks said püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

- Välja selgitada välisfinantseerimise võimalused ja nendega seotud instrumendid.
- Käsitleda kapitalistruktuuri teooriaid, mis selgitavad välisfinantseerimise kujunemise aluseid.
- Selgitada välja välisfinantseerimist mõjutavad tegurid ja nende mõjusuunad, tuginedes varasematele empiirilistele uurimustele.
- Koostada ülevaade välisfinantseerimise kättesaadavusest ja võimalustest väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele Eestis.
- Analüüsida väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamise dünaamikat Eestit puudutavate uuringute ja statistiliste andmete alusel.
- Viia läbi küsitlus väike- ja keskmise suurusega ettevõtete tegevjuhtide seas, et selgitada välja väliskapitali hankimisega seotud aspektid ning üldistada saadud tulemused.

Töö koosneb kahest osast. Töö esimeses osas antakse võrreldav ülevaade erinevatest välisfinantseerimise põhiviisidest ning nendega seotud instrumentidest, tuginedes antud teemat puudutavatele teoreetilistele käsitlustele. Tuginedes teaduslikele artiklitele vaadeldakse enamlevinud kapitalistruktuuri teooriaid, mis aitavad selgitada välisfinantseerimise kujunemise aluseid. Analüüsides varem teostatud empirilisi uurimusi antakse ülevaade teguritest, mis avaldavad mõju välisfinantseerimisele väikeriigi kontekstis, ja nende mõjusuundadest. Töös on uuritud viimase 15 aasta jooksul läbi viidud empiirilised uurimused eesmärgiga tõsta töö kvaliteeti.

Bakalaureusetöö empiiriline osa on jagatud kolmeks alamosaks. Esmalt on uuritud välisfinantseerimise kättesaadavust ja võimalusi väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele tuginedes Eesti riigiasutuste Interneti allikatele, eelnevatele Eestis tehtud uurimistöödele ning statistikaandmetele. Seejärel on analüüsitud statistilistele andmetele ning erinevate küsitlustulemustele tuginedes varasemate finantseerimisallikate kasutamise aktiivsuse dünaamikat ettevõtete finantseerimisel viimase kümne aasta jooksul. Lõpuks on välja toodud tegevjuhtide seas autori poolt läbi viidud küsitluse tulemused koos väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide arvamustega välisfinantseerimise kättesaadavusest, kasutatud võimalustest ning tekkinud probleemidest. Küsitlus oli läbi viidud elektroonilise küsimustiku abil ja telefoni teel selleks, et uurida väliskapitali kättesaadavuse taset, kasutamise aktiivsust ning eelistusi Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete poolt. Samuti autor uuris, milliseid tegureid arvestavad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted finantseerimisotsuste langetamisel ning kas ja millised probleemid on neil tekkinud väliskapitali kaasamisel. Küsitluse andmed olid töödeldud ja analüüsitud tarkvara programmi MS Excel abil.

1. ETTEVÕTETE VÄLISFINANTSEERIMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Välisfinantseerimise vormid

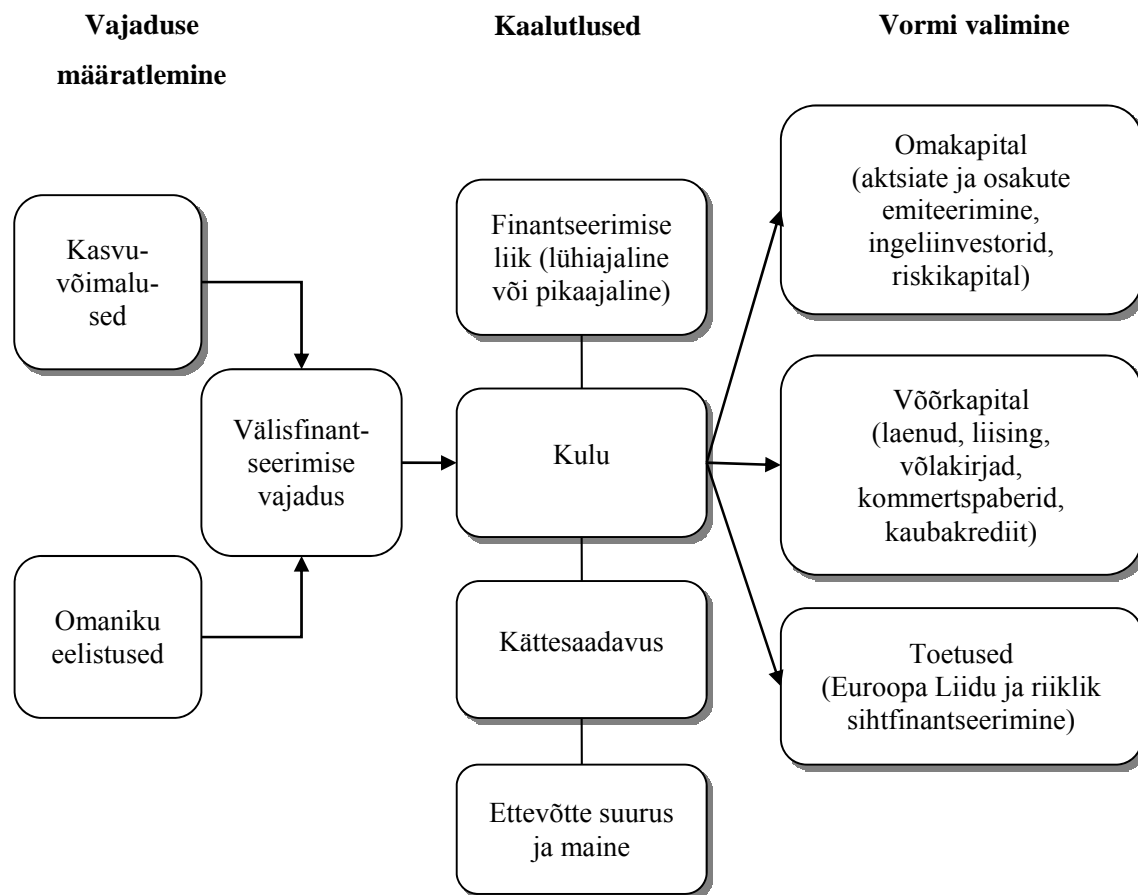
Ettevõtluse finantseerimiseks kasutatakse kas ettevõttesiseseid või –väliseid rahastamisallikaid. Ettevõttesisesteks rahastamisallikateks peetakse ettevõtte siseselt tekkinud rahalisi vahendeid, milleks võivad olla aruandeaasta jaotamata kasum ja äritegevusest tekkinud rahavood, ettevõtteväliste rahastamisallikate puhul tuleb finantseerimine väljaspoolt ettevõtet investeeringute, toetuste või laenude näol (Petersen *et al.* 2002: 3). Antud peatükis vaadeldakse peamisi välisfinantseerimise vorme väike- ja keskmise suurusega ettevõtete kontekstis ja seetõttu on oluline defineerida väike- ja keskmise suurusega ettevõtte mõistet. Väike ja keskmise suurusega ettevõtte ehk VKE (*SME*) mõistet on defineeritud Euroopa Liidu Seaduses (*EU law: EU recommendation 2003/361*), mis kehtib ka Eestis. Peamisteks kriteeriumiteks mõiste defineerimiseks on töötajate arv ning aastakäive või bilansi maht. Väike ja keskmise suurusega ettevõtteks Eesti ja Euroopa Liidu mõistes peetakse ettevõtet, kus on vähem kui 250 töötajat ja mille aastakäive ei ületa 50 miljonit eurot või bilansi maht ei ületa 43 miljonit eurot (What is ... 2013). Väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid võib jagada kolmeks rühmaks võttes arvesse eelpool nimetatud kriteeriumeid ja nendeks rühmadeks on mikroettevõtted, väikeettevõtted ja keskmise suurusega ettevõtted (vt lisa 1). Antud töös eraldi rühmi ei vaadelda.

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise võimalused on üsna piiratud võrreldes suurte ettevõtetega, kuivõrd neil on väiksemad rahaliste vahendite mahud ning ka nõrgem konkurentsivõimelisus võrreldes suurte ettevõtetega ja see võib piirata nende

ligipääsu välisfinantseerimisele. Euroopa Liidus aga, kuhu kuulub ka Eesti, väike- ja keskmise ettevõtete toetamiseks on loodud mitmed instrumendid, mis lihtsustavad välisfinantseerimisele ligipääsu ning tugevdavad väike- ja keskmise suurusega ettevõtete konkurentsivõimelisust. Nendeks on üldjuhul erinevad toetusprogrammid, mis on väike- ja keskmise suurusega ettevõtte jaoks samuti välisfinantseerimiseks, või siis lihtsustatud nõuded või madalamad administratiivsed tasud välisfinantseerimise taotlemisel (*Ibid*). Detailsemalt käsitletakse neid instrumente edasi antud alapeatüki lõpus ning ka Eestis kasutatavaid toetusinstrumente empiirilise osa esimeses alapunktis.

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtte sisemiseks finantseerimiseks eksisteerib mitu võimalust nagu jooksvate rahavoogude kasutamine, jaotamata kasumi reinvesteering ettevõttesse, põhivara müük, amortisatsioon. Välisfinantseerimine toimub omakapitali (*equity*) või võõrkapitali (*debt*) suurendamise kaudu. Välisfinantseerimise kaasamine läbi omakapitali suurendamise tähendab sisuliselt aktsiate või osakute müüki või väljastamist. Sellisel moel kaasatakse sealhulgas ka riskikapitalistide ja ingelinvestori finantseerimist, kus investeeringu vastu antakse osakuid või aktsiaid (Banking 2013). Võõrfinantseerimine toimub lühiajalise või pikaajalise laenamise kaudu ning selle põhilisteks vormideks on lühiajalised ja pikaajalised pangalaenud, ostjate ettemaksed, kaubakrediit, sihtotstarbelised sooduslaenud, liising, faktooring, mitmesugused väliskaubandustehingute rahastamise vormid ning finantseerimine võlakirjade abil (*Burton et al.* 2009:343; Gallagher 2009: 562; Raudsepp *et al* 2006: 119).

Igal välisfinantseerimisvormil on omad eelised ja puudused ning enne valiku teostamist tuleb ettevõttel kaalutleda ning võtta arvesse oma vajadusi (samuti tegevusharu eripära) ja eelistusi, finantsseisundit (võlakoormust ja kassaposisiooni) ning kasvuperspektiivi, samuti ka kapitali kulukust ja kättesaadavust, mis sõltub omakorda raha- ja kapitaliturgude ning finantsvahendussüsteemi arengutasemest (vt joonis 1). Joonis 1 illustreerib välisfinantseerimise vormi valiku protsessi – ettevõtte lähtudes oma eelistustes määrab välisfinantseerimise vajadust ning seejärel kaalutleb mitmeid tegureid enne välisfinantseerimise vormi valimist (Gallagher 2009: 563).



Joonis 1. Välisfinantseerimise vormi valikuprotsess (Gallagher 2009: 563, autori täiendustega)

Bakalaureusetöö autori arvates on otstarbekas lisada välisfinantseerimise võimaluste hulka ka Euroopa Liidu ja riiklike toetusi (vt joonis 1), kuivõrd väike- ja keskmise suurusega ettevõtted finantseerivad toetustega nii põhivara kui ka oma tegevust ning raamatupidamislikult kuuluvad toetused bilansi pikaajalistesse kohustustesse sihtfinantseerimisest tulude reana. Samas ei tohiks toetustega finantseerimist laenamisega samastada, kuivõrd antud välisfinantseerimise vormiga ei kaasne intressikulud ning seda ei ole vaja tagastada.

Kui vaadelda detailsemalt välisfinantseerimise vorme ja allikaid, siis kõige levinum väliskapitali finantseerimisallikas väike- ja keskmise suurusega ettevõtte puhul, eriti tegevust alustava ettevõtte puhul, on isiklikud säästud ja/või sõpradelt saadud raha, mida ettevõttesse kantakse üldjuhul laenu või omakapitali kaudu (Brigham *et al* 2011: 8; Meginnson *et al* 2008: 823; Timošova 2006: 102). Vaatamata sellele, et finantsturul eksisteerib mitmesuguseid ettevõtte välisfinantseerimise võimalusi, on ettevõtlust alustada üsna keeruline ja tegevust alustavate ettevõtete välisfinantseerimise kättesaamise tõenäosus on ülimadal. Iga tulevane ettevõtja peaks arendama detailset äriplaani, kuigi sellest ei piisa, et edukalt saada pangalt laenu või piisavat kapitali investoritelt, mis on põhilisteks ja kaalukamateks välisfinantseerimisvormideks üle maailma. Seetõttu enamus uusi ettevõtteid on rahastatud nõ mitteformaalselt kaasates sularaha investeeringuid, ettevõtja pingutusi ja arvatavasti ka täiendavaid investeeringuid ettevõtja sõpradelt ja perelt. (Meginnson *et al* 2008: 823)

Üldjuhul selleks, et saada omakapitali või võõrkapitali kaudu lisafinantseerimist, peab tegevust alustav ettevõtte enne genereerima positiivset rahavoogu, mis tuleks reinvesteerida äritegevusse. Selline sisemiselt genereeritud finantseering on tihtipeale ainukeseks allikaks kapitali kasvatamiseks ettevõtte stardifaasis. Paljud noored ettevõtted on siiski väga riskantsed pankade jaoks, mis jätab neile võimaluse saada välisfinantseerimist vaid erainvestorite käest sealhulgas ka sõbrad, perekond, ingelinvestorid ja riskikapitalistid. (Brigham *et al* 2011: 8; Meginnson *et al* 2008: 823)

Kui ettevõtte on juba edukalt tegutsenud mitu kuud või aastat, on tal võimalik kaasata ingelinvestoreid ettevõtte finantseerimiseks. Vastutasuks tüüpilisele investeeringule vahemikus 50st tuhandest kuni 400 tuhandeni dollarini saavad ingelivestorid ettevõtte omakapitali osaluse ettevõttes ja võimalikult ka koha juhatuses (Brigham *et al* 2011: 788). Ingelinvestorid on üldjuhul jõukad äriinimesed, kes investeerivad finantsvahendeid uude ärisse ning võivad pakkuda ka praktilist nõu ja järelvalvet ettevõtjale. Ingelinvestorid otsivad ahvatlevat finantstulu 20%-40% ulatuses aastas, kuid mõned neist investeerivad ka mitterahalistel põhjustel, nagu ühiskonna arenguks või järgmiste ettevõtjate põlvkondade mentorlus (Meginnson *et al* 2008: 823).

Kui ingelinvestorid on üldjuhul eraisikud, siis ettevõtetest investorite investeeringuid pakutavaid juhte kutsutakse riskikapitalistidena. Nende peamine erinevus ingelinvestoritest on see, et nad investeerivad teiste inimeste (peamiselt asutuste) rahavahendeid ning nende investeeringud on väga riskantsed ja seetõttu otsivad nad suurt tulukust (Schans *et al.* 2012: 31). Riskikapitalifond on partnerite osäühing, mis üldjuhul võib pakkuda ettevõttele 30-st kuni 80-ni miljoni dollarist investeeringut peamiselt institutsioonaaletelt investoritelt kaasa arvatud pensionifondid, ülikoolide sihtkapitalid ja korporatsioonid. Riskikapitalistid juhivad riskikapitalifonde ning on teatud majandusharu professionaalid. (Brigham *et al* 2011: 788) Üldjuhul kaasneb investeeringuga ka sellega kaasaskäiv nõustamisteenus (Kõmägi 2004: 90).

Riskikapital ei sobi siiski kõigile ettevõtetele. Ettevõtte juhtkond peab pakkuma investorile kiirelt kasvavat ettevõtet, sest vaid sel juhul võib tema investeeringule piisavat tulusust saavutada. Kõige levinum on investeerimine nn iduettevõtetesse. Investori nõutav tulunorm on üldjuhul 40-80%. Kui ettevõtte strateegia usutaval moel kiiret kasvu ette ei näe, siis on raske turutingimustel riskikapitali kaasata. Riskikapitali pakkuja sekkub enamasti aktiivselt ettevõtte tegevusse, võttes osa ettevõtte olulisemate otsuste langetamisest, sh juhtkonna vahetus ja muud strateegilised küsimused. Hea riskikapitalist pakub lisaks rahale ettevõtte jaoks juhtimiskompetentsi ja kontakte, aidates nii kaasa ettevõtte arengule. Riskikapital on üldjuhul tähtajaline raha, mida soovitakse ettevõttest välja viia tavaliselt 5–7 aasta jooksul, seetõttu ei anta eduka ja väärtusliku ettevõtte loomiseks ettevõtjatele just eriti palju aega. (Riskikapital ... 2013) Arenenud finantsturgudel (näiteks Ameerika Ühendriikides ja Suurbritannia) on äriinglid ja riskikapital üheks laiemaks allikaks välisfinantseerimisele ja stardikapitalile, Eestis aga on nii erainvestorite poolt finantseerimine kui ka riskikapital raskesti kättesaadav nii alustavatele kui ka tegutsevatele, väike- ja keskmise suurusega kui ka suurettevõtetele. (Meginnson *et al* 2008: 823; Timošova 2006: 102)

Suurtel ettevõtetel on täiendavaks võimaluseks ka kommertsapaberite ja/või võlakirjade emiteerimine (Krumm 2011: 69). Üldjuhul ei vaja kommertsapaberid spetsiaalset tagatist, on vahendatud laenamise vormidest madalama intressimääraga, kuid sobivad tuntumatele ja usaldusväärsematele ettevõtetele. Samas on kommertsapaberid väga lühiajalised ja

võimaldavad saada lisaraha vaid 2-270 päevaks. Seevastu võlakirjade abil võib vajadusel kaasata finantsressursse suhteliselt suures mahus ja pikaks ajaks ning vahendatud laenudest soodsama intressiga. Tavaliselt maksab emitent investoritele reguraalselt vaid intressimakseid, sest põhisumma peab tagastama alles rahastamisperioodi lõpus. Korraldades avalikke võlakirjade emissioone, tutvustab ettevõtte ennast laiale investorite ringile, sh võimalikele tulevastele aktsionäridele. Samas võimaldab avalik emissioon kujundada objektiivset ettevõtte laenukapitali turuväärtust. Muidugi sõltub emissiooni edu investorite huvist, millepärast võib mõnigi osa emissioonist jääda müümata ja vajalik laenusumma saamata. Oluline on ka see, et emissiooniprospektis paika pandud emissiooni tingimusi ei tohi emitent hiljem muuta, see võib raskendada tema edasist finantstegevust. (Raudsepp *et al* 2006: 121)

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtte ei oma aga võimalust finantseerida oma tegevust eelpool nimetatud viisil oma väiksuse ja tundmatuse tõttu. Samuti võib osutuda võlakirjade või kommertspaberite emiteerimine ka kulukaks väikese ettevõtte jaoks ning otstarbetuks, kuivõrd need ei leia oma nõudlust. Antud põhjustel ei pea bakalaureusetöö autor aktuaalseks antud välisfinantseerimise vormi empiirilises osas eraldi käsitlemiseks Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete kontekstis.

Teiseks oluliseks ja laialt levinuks välisfinantseerimise vormiks on krediteerimine, mida võib samastada laenuandmisega. Krediteerimisega on kaasnenud läbi aegade suur risk. Krediidirisk on tõenäosus, et laenusaaja jätab oma kohustused täitmata ning põhjustab sellega laenuandjale raha täieliku või osalise kaotuse ning tulu saamatajäämise. Riigi keskpankad on seadnud kommertspankadele krediidi andmisel tavaliselt ranged reeglid. Üldtunnustatud krediteerimise reeglid on järgmised (Kõomägi 2006: 229):

- enne laenude andmist tuleb analüüsida kliendi maksevõimelisust;
- pank peab nõudma laenajalt tagatist;
- pank peab kontrollima laenu kasutamise sihipärasust;
- oma töötajatele ja aktsionäridele antavatel laenudel on ranged piirangud;
- laenu andmisel peab pank lähtuma krediidiriski kontsentreerumise piirmääradest;

- pank peab moodustama võimalike kahjude katmiseks reserve.

Tänapäeva pangad pakuvad suhteliselt palju erinevate tingimustega laenutooteid, kuid esitavad laenusaajate krediitvõimele üsna kõrgeid nõudeid, pööravad palju tähelepanu laenutagatiste kvaliteedile ja suurusele. Investeerimislaenude puhul nõutakse lisaks tagatisele ka kindlaksmääratud omafinantseerimist. Krediitileping võib ette näha ka piiranguid laenusaaja finantstegevusele. See kõik mõjutab pangast saadava laenu summat ja hinda. (Raudsepp *et al* 2006: 120)

Pangad arvestavad laenude pakkumisel põhiliselt kahe asjaoluga: esiteks – kui suurt sissetulekut laen neile võimaldab, seda siis kas intresside, lepingutasude vm näol; teiseks – kui suur on tõenäosus, et laenu ei maksta tagasi. Laenuotsuse tegemisel lähtub pank tavaliselt järgnevatest teguritest (Timošova 2006: 104):

- laenaja iseloom;
- laenaja suutlikkus laenu tagasi maksta;
- laenaja enda poolt ettevõttesse investeeritud kapital;
- tööstusharu ja majanduse üldseisund;
- tagatise olemasolu.

Laenusaaja peab arvestama tavaliselt sellega, et krediiti saab vaid osa laenuga finantseeritava objekti maksumusest ning osaliselt tuleb objekti rahastada ettevõtja omavahenditest. Seda osa laenuprojektist, mida laenusaaja peab rahastama omavahenditest, kutsutakse omafinantseerimise määraks. Selline nõue on seatud sellepärast, et laenuga finantseeritav objekt jääb laenu tagatiseks, mille väärtus peab seadusest tulenevalt olema laenusummast suurem. Tavaliselt on laenusaaja minimaalne omafinantseerimise määr alustatava projekti korral kuni 40%, teiste puhul väiksem. (Kõomägi 2006: 230)

Ettevõtte tegevuse finantseerimiseks pakuvad pangad ettevõtluslaene, mida jagatakse käibekapitali- ja investeerimislaenudeks. Esimesed on lühiajalised (tähtajaga kuni aasta) ja teised pikaajalised (üle ühe aasta) krediidid. Käibekapital on mõeldud ettevõtte likviidsuse juhtimiseks ühe aasta piires, mille järele tekib vajadus müügikäibe kasvu ja/või ettevõtte

tegevuse tsüklilisuse korral. Selle laenu intressimäär on tavaliselt fikseeritud. Käibekapitali võib finantseerida ka arvelduslaenuga, mille põhimõte sarnaneb eraisiku krediitkaardi krediidilimiidi omaga. See võimaldab minna arvelduskonto seisuga miinusesse teatud limiidi piires ja ajastada rahakäivet. Intressimäär fikseeritakse tavaliselt kogu limiidi kehtimise ajaks ning intressi arvestatakse iga pangapäeva lõpus negatiivse kontojäägi põhjal. Ettevõtte pikaajaliseks krediteerimiseks on mõeldud investeerimiskrediidid, mida kasutatakse põhivara soetamiseks. Tegemist on enamasti suuremahuliste krediitidega, mida ettevõtted tagastavad põhitegevuse rahakäibe abil. Ettevõtluslaenu saamiseks tuleb enamasti esitada ettevõtte põhikiri, registrikaardi B-osa ärakiri, aktsionäride (osanike) nimekiri, maksuameti tõend maksuvõlgade puudumise kohta, äriplaani, dokumendid tagatiste kohta jms. (*Ibid*: 230-231)

Laenu andmiseks hindab pank laenusaaaja krediidivõimelisust. Krediidivõime põhjalik analüüs on oluline selleks, et hinnata krediidiriski ja leida igale kliendile tema krediidivõimelisusest lähtuv intressimäär. Tänapäeval on pangad klientide hindamiseks välja töötanud spetsiaalsed reitingusüsteemid (Gup, Kolari 2004, viidatud Kõomägi 2006: 233 vahendusel), kuid tavaliselt arvestatakse ka kliendi varasemat kokkupuudet pangaga ja varasemate kohustuste täitmist. Antud asjaolu on üldjuhul oluliseks takistavaks teguriks tegevust alustavale ettevõtetele, kuivõrd nad ei oma veel mingit krediidiajalugu (Banking 2013). Ärikliendi krediidivõimelisust hinnatakse enamasti finantsaruandluse analüüsi põhjal. Analüüsitakse bilansse, kasumiaruandeid ja rahavoo aruandeid. Pankasid huvitab eelkõige likviidsuse ja maksevõime analüüs ning rahavoo aruande analüüs. Investeerimislaenu puhul on vaja teha finantsnäitajate tulevikuproгноosisid ja investeerimisprojekti finantsanalüüs koos riskianalüüsiga. (Kõomägi 2006: 233)

Tihti peale on ettevõtjale takistuseks laenu saamiseks investeerimisprojekti finantsanalüüsiks vajaliku pikaajalise finantsplaani puudumine. Halvasti ettevalmistatud äriplaani on üks sagedamaid tegureid, mis takistab väike- ja keskmise suurusega ettevõtjaid laenu saada (Banking... 2013). Projekti finantsanalüüsiks tuleb teha võimalikult hea pikaajaline finantsplan. Finantsplanis tuleb planeerida investeringud käibekapitali ja põhivarasse ehk sisuliselt hinnata projekti esialgset maksumust. Seejärel tuleb leida tulevad

(oodatavad) rahavood ja vara jääkväärtus projekti lõppedes. Oodatavaid rahavooge leides tuleb arvestada üksnes inkrementaalseid rahavoogusid (rahavood, mis on projektiga otseselt seotud). Arvesse tuleb võtta puhta käibekapitali muutused, sest alguses investeeritakse varudesse jms. Projekti lõppedes raha küll vabaneb, aga raha ajaväärtuse tõttu tuleb muutusi arvestada. (Kõomägi 2006: 189)

Samuti tuleb laenu võtmisel ettevõtjal arvestada tööstusharu ja majanduse üldseisundiga – 2009. aastal majanduskriisi ajal olid paljud firmad, kes ei olnud kursis finantsturgude seisundiga, üllatunud laenude väljaandmise tingimuste rangestumisest pankade poolt (Ehrhardt *et al* 2010: 476). Teine tähelepanuväärne küsimus laenu andmisel on tagatiste hindamine. Tagatised on nõutud krediidiriski maandamiseks. Kui laenusaaaja ei suuda laenu tagasi maksta, siis tagatis realiseeritakse. Samas peab meeles pidama, et ühtegi laenu ei tohiks anda põhjusel, et laenu kohese täitmise tagamiseks seatud tagatis realiseeritakse. (Kõomägi 2006: 233)

Üks krediteerimise vorme on liisingfinantseerimine, mille puhul eraldi tagatist reeglina ei nõuta ja ka omafinantseerimise määr ja piirangud liisinguvõtja tegevusele on pangapuhusest väiksemad liisinguandja väiksema krediidiriski tõttu. Samuti võib valida ettevõtte välisfinantseerimise vormiks faktooringut, mille puhul võib ettevõtte saada lisaks rahaabile ka kaitset krediidi- ja välisvaluutariski vastu, samuti võib faktor pakkuda talle ka teisi edukaks müügiks vajalikke teenuseid. Kahjuks on faktooring lühiajaline finantseerimise vorm ja koos riski maandamisega ka võrdlemisi kallis. (Raudsepp *et al* 2006: 120)

Lisaks turutingimustel antavatele laenudele võivad ettevõtted kaasata pankade (ja liisingufirmade) vahendusel sihtotstarbelist finantseerimist, mis toetab ettevõtluse arengut kõigepealt pangalaenudest soodsamate tingimustega: madalam fikseeritud intressimäär, madalam omafinantseerimise ja tagatise nõue jt. Sihtotstarbeline laen on üks Euroopa Komisjoni väike- ja keskmise suurusega ettevõtete toetamisinstrumente ning seda antakse välja läbi sihtasutuste. Sellise laenu ja laenu allikaks oleva ressursi intresside marginaal on piiratud. Teiselt poolt ei ole sihtotstarbelised laenud kättesaadavad kõigile soovijatele, sest

seaduse järgi suunatakse neid kindlaksmääratud sihtgruppidele ja –programmidele, nt väike- ja keskmistele, eksportivatele, regionaalarenguks tähtsatele ja riiklikke tehnoloogilisi programme juurutavatele ettevõtetele (Raudsepp *et al* 2006: 124). Sihtasutuse ressursiks on üldjuhul tagatisfondid, mis võimaldavad saada puudujääva raha ja ka täiendavat tagatist juhul kui soovitava laenusumma saamiseks ei ole ettevõtja olemasoleva tagatise väärtus piisavalt suur. Tagatisfonde kasutamist vahendab Eestis KredEx, mis annab ettevõtetele täiendavat tagatist kuni 75% ulatuses laenusummast (Stardilaenu ... 2013; Laenukäendus ... 2013).

Samuti soodustavad väike- ja keskmise suurusega ettevõtete arengut läbi välisfinantseerimise kergemini kättesaadamaks muutmise struktuurfondide ja omavalitsuste poolt pakutavad toetusmeetmed. Olulisemad Eestis on Euroopa Liidu struktuurfondid ja Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse poolt pakutavad abipaketid, mille raames on väike- ja keskmise suurusega ettevõttele võimalik saada stardi- ja kasvukapitali toetust ning tasuta nõustamisteenust (Eesti ... 2011: 12; Alustavale ... 2013; Euroopa ... 2013). Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete vajadus riiklike toetusmeetmete järele sõltub paljudest teguritest, muu hulgas ettevõtte suurusest, asukohast, tegevusvaldkonnast, arengufaasist, pangalaenu kättesaadavusest jne (Timošova 2006: 110).

Bakalaureusetöö autori arvates on eelpool nimetatud toetusmeetmed omandanud aina suuremat rolli nii Eestis kui ka mujal Euroopas ja päris mitmed väike- ja keskmise suurusega ettevõtted on seda võimalust hakanud aina rohkem kasutama. Antud välisfinantseerimise võimalus on ka kõige soodsam kõikidest võimalustest, kuivõrd sellega ei kaasne intressi ega tehingukulusid ning seda ei tule tagastada juhul kui ettevõtja järgib seatud plaani. Autori arvates on see välisfinantseerimise vorm ka kõige kättesaadavam, kuivõrd üldjuhul nõuab see vähem pingutusi ja tööd võrreldes lisakapitali kaasamise vormidega ning üldjuhul ei pea ettevõtja omama mahukaid rahalisi vahendeid ega tagatist nagu võõrkapitali kaasamise puhul.

1.2. Kapitalistruktuuri teooriad

Välisfinantseerimise kaasamise ja seda mõjutavate tegurite käsitlemisel on oluline mõista erinevaid kapitali struktuuri teooriaid. Parem kapitali struktuuri teooriate tundmine aitab mõista seoseid välisfinantseerimise kaasamise ja seda mõjutavate faktorite vahel. Antud alapeatükis vaadeldakse kolm põhilist kapitali struktuuri valikut kirjeldavat teooriate rühma, milleks on (Sander 2003: 170):

- kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriad (*capital structure irrelevance theories*), mis väidavad, et teatud tingimuste täidetuse korral ei mõjuta kapitali struktuuri valik ettevõtte väärtust;
- staatilised kompromissiteooriad (*static tradeoff theories*), mis väidavad, et eksisteerib optimaalne oma- ja laenukapitali vahekord;
- finantshierarhia teooriad (*peckingorder theories*), mis väidavad, et eksisteerib optimaalne finantseerimisallikate paremusjärjestus.

Finantsjuhtimise teoorias on kapitali struktuuri optimeerimise kohta välja kujunenud kaks vastandlikku seisukohta: Modigliani-Milleri ja nn traditsiooniline seisukoht (Raudsepp, Ivanova 2006:118). Modigliani-Milleri seisukoht avaldub kapitali struktuuri irrelevantsuse teoorias, mis sai alguse 1958. aastal kirjutatud artiklist “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*”. Oma artiklis Franco Modigliani ja Merton Miller tõestasid, et teatud piiratud hulga eelduste korral kaasa arvatud maksustamise puudumisel, on kapitali struktuur tähtsusetu ehk ei oma ettevõtte kapitali struktuur mingisugust mõju ettevõtte väärtusele (Brigham *et al* 2011: 1021). Peamised eeldused turgude kohta, milles nende ettevõtted tegutsesid, on (Damodoran 2010: 372):

- maksude puudumine;
- laenu ja omakapitali kaasamise võimalus ilma tehingukuludeta;
- igasuguste pankrotikulude puudumine;
- agendikulude puudumine

Hilisemas töös, arvestades tulumaksustamise tegurit oma mudelis, olid Modigliani ja Miller tulnud järeldusele, kapitalistruktuur ikkagi omab tähtsust ja mida suurem on laenukapitali

osa ettevõtte kapitali struktuuris, seda suurem on ettevõtte väärtus. Kuigi Modigliani ja Milleri teooria sätestab mitmeid eeldusi, mis ei vasta reaalsusele ning ei too välja, kuidas ettevõtted peaksid ennast finantseerima, on ta olnud olulisel määral aluseks kõikidele järgnevatele teooriatele ja erialastele uurimustele. (*Ibid*: 372; 376)

Vastavalt kapitali struktuuri optimeerimise traditsioonilisele seisukohale, mis arvestab peale tulumaksu ka teisi tegureid, on olemas oma- ja võõrkapitali optimaalne vahekord (Raudsepp *et al.* 2006:118). Traditsioonilise seisukoha toetavatest teooriatest on enamlevinud staatiline kompromissiteooria ning finantshierarhia teooria, mis oli eelnevalt antud peatükis juba mainitud. Staatiline kompromissiteooria on vastuväideks Modigliani-Milleri teooriale ning seisneb selles, et laenukapitali kompromissid/kohandamised võivad töötada ettevõtte kasuks (vähemalt esialgu) ning kapitali laenamine võib kapitalikuluid vähendada ning ettevõtte väärtust positiivselt mõjutada. Antud teooria eelduseks on, et kapitali struktuuri pideval kohandamisel puuduvad kulud ning et enamuse firmade jaoks eksisteerib optimaalne välisfinantseerimise tase, mille korral ettevõtte väärtus on maksimaalne. Kui see laenukapitali osakaalu tase ületatakse, suureneb pankrotioht ja kapitali hind hakkab tõusma. (Damodoran 2010: 378)

Oluliseks küsimuseks staatilise kompromissiteooria puhul jääb, kuidas peaksid ettevõtted valima välisfinantseerimise allikate osakaalu, et suurendada laenamise eeliseid vähendades kulusid. Selle küsimuse vastamiseks eksisteerib kolm lähenemist. Esimene ütleb, et valikut laenu ja omakapitali vahel määrab ettevõtte kasvutsükli faas. Kasvavad ettevõtted kasutavad vähem laenu võrreldes küpsuse faasis olevate ettevõtetega (vt tabel 1). Teiseks lähenemiseks on, et ettevõtted valivad välisfinantseerimise allikat vaadates teisi samas valdkonnas tegutsevaid ettevõtteid. Kolmas lähenemine eeldab, et ettevõtetel on kindlad eelistused välisfinantseerimise allikate suhtes, finantshierarhia, ning nad kalduvad nendest eelistustest vaid valikupuudumise korral. (*Ibid* 2010: 378)

Tabel 1. Laenu- ja omakapitali kompromiss ettevõtte elutsükli

	Stardifaas	Laienemisfaas	Kasvufaas	Küpsusfaas	Langusfaas
Kasu maksustamisest	Null, kui kaotab raha.	Madal, sest kasum on piiratud.	Kasvab koos kasumiga.	Kõrge.	Kõrge, kuid langev.
Pankrotikulu	Väga kõrge, sest ettevõtte ei ole kasumit või on kahjum.	Väga kõrge. Kasum on madal ning ebapüsiv.	Kõrge. Kasum kasvab, kuid on ikkagi ebapüsiv.	Langev. Kasumi kasv.	Madal, kuid kasvab juhul kui olemasolevad projektid lõpevad.
Agendikulu	Väga kõrge, sest ettevõtte peaaegu ei oma vara.	Kõrge. Uusi investeeringuid on raske jälgida.	Kõrge. Palju uusi investeeringuid ja ebastabiilne risk.	Langev	Madal.
Paindlikkuse vajadus	Väga kõrge, ettevõtte on püstitamisel.	Kõrge. Laienemise vajadused on suured ja ennustamatud.	Kõrge. Laienemise vajadused on ennustamatud.	Madal. Ettevõtte on madalad ja ennustatavad investeeringute vajadused.	Ei eksisteeri. Ettevõtte ei ole investeringute vajadust.
Kompromiss	Kulud ületavad tulud. Minimaalne laenukapital.	Kulud tõenäoliselt ületavad tulud. Enamasti omakapital.	Laenukapital hakkab tooma ettevõttele tulu. Võlakordaja suurendamine.	Laenukapital on veelgi attraktiivsem variant. Kõrge võlakordaja.	Laenukapital toob tulu. Kõrge võlakordaja.

Allikas: (Damodoran 2011: 382)

Nagu tabelist 1 on näha kasutavad stardifaasis olevad ettevõtted enamasti sisemisi finantseerimisallikaid. Üldjuhul ei ole nii oma- kui ka laenukapital tegevust alustavale ettevõttele väga kättesaadav. Pangad ja investorid ei soovi algusjärgus olevaid ettevõtteid suure riski ja informatsiooni asümmeetria tõttu finantseerida (Kõmägi 2004: 81). Laienemisfaasis on ettevõtte juba võimalik saada omakapitali ning alates kasvufaasist on kasumlik ettevõttele laenukapitali kasutamine ning võlakordaja suurendamine.

Finantshierarhia teooriale pani aluse Myers 1984. aastal. Finantshierarhia kujutab endast sisuliselt finantseerimisallikate paremusjärjestust. Ettevõtte kasutab ära soodsamad finantseerimisallikad enne kui võtab tarvitusele vähemsoodsad. Antud teoreetilise suuna

põhiseisukohad võib kokku võtta järgmiselt (Myers 1988, viidatud Sander 2003: 170 vahendusel):

1. Ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid.
2. Ettevõtted kohandavad oma dividendipoliitikat investeerimisvõimalustega. Samas ei ole kohandumine täielik, sest dividendid on küllaltki jäigad.
3. Jäik dividendipoliitika ja ootamatud muutused ettevõtte tulususes ning investeerimisvõimalustes toovad endaga kaasa sisemiselt genereeritavate rahavoogude ja planeeritud investeeringute suuruse erinevuse. Juhul kui sisemiselt genereeritavad rahavood ületavad investeeringud suurendavad ettevõtte oma sularaha tagavarasid ning väärtpaberiportfelli ning teatud ulatuses võib-olla ka dividende. Kui aga olukord on vastupidine, realiseeritakse väärtpaberiportfell ning vähendatakse sularahatagavara.
4. Olukorras kus osutub siiski vajalikuks välise finantseerimise kasutamine, eelistavad ettevõtte allikaid, mille väärtus on vähem mõjutatud informatsioonilisest asümmeetriast. Seega eelistavad ettevõtte pangalaene ja võlakirjade emiteerimist hübriidväärtpaberitele ning neid omakorda lihtaktsiate emiteerimisele.

Damodoran (2010: 383) väidab, et on tõestatud, et ettevõtte järgivad finantshiearariat. Nende eelistatavim valik on sisemised allikad (nt jaotamata kasum), sellele järgneb laenukapital, väline omakapital (aktsiate emiteerimine) jt. Üks antud teooria seisukohti on see, et ettevõtjad väärtustavad paindlikkust ja kontrolli, kuid välisfinantseerimine vähendab ettevõtte paindlikkust ning suurendab kontrolli ettevõtte järgi. Näidetena võib tuua ettevõtte juhtkonna tegevuse jälgimist professionaalsete investorite poolt, otsustusvabaduse piiramist näiteks võlakirjaklauslite kaudu või jõuvahekorra muutust aktsionäride üldkoosolekul. Vältimaks selliseid olukordi eelistavad ettevõtjad sisemisi finantseerimisallikaid välistele. Teiseks põhjuseks sisemiste finantseerimisallikate eelistamiseks on asjaolu, et nendega ei kaasne tehingukulud võrreldes laenu või omakapitali kaasamisega. (Damodoran 2010: 383)

Sisemise omakapitali maksueelise olemasolu võrreldes väliste finantseerimisallikatega sõltub konkreetse maksusüsteemi ülesehitusest ja omapärast. Juhul kui dividende

maksustatakse kõrgemalt kui tulusid muudest allikatest (näit. intressid või realiseeritud kapitali kasvutulu) võib ettevõtte eelistada sisemisi allikaid ka maksude aspektist lähtudes. Klassikalise tulumaksusüsteemiga riikides (st riikides kus toimub ettevõtte poolt teenitud kasumi maksustamine nii ettevõtte kui ka investori tasandil) ilmneb selgelt ka laenukapitali maksueelis võrreldes omakapitaliga. Kuna laenuintresse käsitletakse ettevõtte kuludena, toimub nende maksmine maksude-eelsest tulust. (Sander 2003: 171)

Myers'i ja Majluf'i põhjendused finantshierarhia eksisteerimiseks baseeruvad asümmeetrilisel informatsioonil. Juhul kui juhtkonnal on rohkem informatsiooni ettevõtte tegeliku olukorra (eelkõige väärtuse) kohta kui investoritel ning kui ta tegutseb olemasolevate aktsionäride huvides, võib ettevõtte loobuda positiivse nüüdispuhasväärtusega investeerimisprojektist, kui selle finantseerimiseks on vaja emiteerida uusi aktsiaid (Myers *et al.* 1990, viidatud Sander 2003: 172 vahendusel). Ettevõttel on kasulik emiteerida uusi aktsiaid üksnes juhul kui nende turuhind ületab teoreetilise väärtuse. Seega tõlgendavad ratsionaalsed investorid igat uusemissiooni kui avaldust selle kohta, et juhtkonna arvates on aktsia turul üleväärtustatud, mis toob kaasa aktsiahindade languse ja raskendab tunduvalt uute projektide rahastamist läbi avalike aktsiaemissioonide. Eeltoodud probleeme on võimalik vältida juhul kui firmal on piisavalt vabu finantsressursse (*financial slack*), mida kasutada investeerimisprojektide elluviimisel. Lisaks sularahale kassas ja pangakontodel vaadeldakse vabade finantsressurssidena ettevõtte väärtpaberiportfelli ning seni kasutamata laenupotentsiaali (*unused borrowing power*). (Sander 2003: 172)

Ettevõtted emiteerivad lihtaktsiaid ainult siis, kui eksisteerib asümmeetria riskitaseme suhtes ning investorid hindavad ettevõttega seonduvat riski kõrgemaks, kui ta tegelikult on. Juhul kui tegelik riskitase on kõrgem kui investorid ootavad, on seevastu kasulik emiteerida võlakirju. Kui juhtkonnal (*insiderid*) ja investoritel on sama informatsioon kõige kohta v.a. riskitase, domineerib omakapital laenukapitali üle. Seevastu situatsioonis, kus investorid alahindavad ettevõttega seotud riski, eelistab aktsionäride huvides tegutsev juhtkond laenukapitali omakapitalile. Kuna investorid seda teavad, keelduvad nad võlakirju ostmast. Ettevõtted peaksid emiteerima aktsiaid olukorras, kus informatsioon ettevõtte väärtuse

suhtes on sümmeetriline (või asümmeetria on väike) ning investeerima saadud vahendid kergestirealiseeritavatesse väärtpaberitesse, kuni sobiva investeerimisprojekti leidmiseni. Myers ja Majluf pidasid asümmeetrilist informatsiooni ettevõtte väärtuse kohta olulisemaks finantsotsuseid mõjutavaks teguriks, kui asümmeetrilist informatsiooni riskitaseme kohta. (Myers *et al.* 1990, viidatud Sander 2003: 171 vahendusel)

Informatsiooni asümmeetria ning börsilemineku kuludest tingitud probleemide tõttu peaksid väikse kasvuga ettevõtted jälgima finantshierhia teooriat kasvatades kapitali alguses sisemistest allikatest, siis laenades ning lõpuks uute väärtpaberite võõrandamisest. Üldjuhul väikse kasvuga ettevõtted vajavad väga harva väärtpaberite võõrandamist. Kiire kasvutempoga ettevõtted peaksid järgima finantshierhia teooriat võõrandades esmalt uusi aktsiaid kui võttes laenukapitali. (Brigham 2011: 1021)

Bakalaureusetöö autor arvab, et väike- ja keskmise ettevõtete puhul kehtib finantshierhia teooria ning suurt rolli mängib finantseerimisvormi kulukus. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks on autori arvates kõige eelistatumaks allikaks sisemised finantseerimisallikad, neile järgnevad kõige odavamad ja lihtsamalt kättesaadavamad välisfinantseerimise allikad, milleks on üldjuhul eelnevas peatükis mainitud toetused ning laenukapital. Laenukapitali kättesaadavus võib jällegi olla väike- ja keskmise suurusega ettevõttele piiratud väheste rahavoogude ja piiratud tagatiste tõttu. Viimasena valitakse autori arvates omakapitali kaudu finantseerimist, kuivõrd väike ettevõtja jaoks võib selle taotlemine ja investori plaani järgimine osutuda keeruliseks järgmistel põhjustel – esiteks, soovivad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted säilitada sõltumatust, teiseks ei ole investorid ja riskikapitalistid väikestest ja aeglaselt kasvavatest ettevõtetest ise huvitatud. Kas antud hüpotees vastab tõele Eesti puhul või mitte, uuritakse antud bakalaureusetöö empiirilises osas.

1.3. Ettevõtete välisfinantseerimist mõjutavad tegurid – varasemate uurimuste ülevaade

Ettevõtete finantseerimisotsused ja neid mõjutavad tegurid võivad olla üsna spetsiifilised ning erinevad riikide, majandusharude ning ettevõtte elutsükli lõikes. Arusaamaks, mis võib mõjutada Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamist ja loomaks selleks teoreetilise raamistiku on oluline ka vaadelda ja analüüsida varasemaid uuringuid ettevõtete välisfinantseerimist mõjutavatest teguritest.

Eelnevas alapeatükis vaadeldi erinevaid kapitalistruktuuri teooriaid, järgnevalt annab töö autor ülevaate varasematest empiirilistest uurimustest, milles on analüüsitud kapitali struktuuri teooriate kehtivust praktikas ning konkreetsemalt ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimisviise ja neid mõjutavaid tegureid.

On tehtud mitmeid uuringuid Euroopa ja Ameerika Ühendriikide ettevõtete kohta. Ameerika Ühendriikide kohta tehtud uuringud näitavad, et enamus mittefinantsvaldkonnas tegutsevaid ettevõtteid on finantseerinud oma tegevust sisemisest rahavoost (kulumist ja jaotamata kasumist). Välisfinantseerimist kasutatakse vähem kui 20% koguinvesteeringust ning suurem osa sellest on laenukapital. Siin aga tuleb arvestada ka sellega, et need on koondnäitajad, mõned ettevõtted kaasavad suurel määral väliskapitali väljastades uusi aktsiaid. Need on üldjuhul väiksemad, riskantsemad ja kiiresti kasvavad ettevõtted. (Myers 2001: 82) Autor eeldab, et antud olukord valitseb ka Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtetes.

Analoogsed statistilised andmed on ka teiste arenenud riikide kohta. Prantsusmaal, Saksamaal ja Jaapanis ajavahemikul 1970-1985 omas sisemine omakapital äärmiselt suurt tähtsust investeeringute finantseerimisel, tähtsuselt teiseks finantseerimisallikaks oli nendes riikides laenukapital. Arenguriikides on aga olukord vastupidine, sisemine omakapital moodustab paljudes arenguriikides vaid marginaalse osa finantseerimiseks kaasatud vahenditest ning väline omakapital (st uute aktsiate emiteerimise teel saadavad vahendid) olulisemaks finantseerimisallikaks. (Sander 2003: 173)

Eestit puudutavad uuringud näitavad, et ettevõtete rahastamise struktuur on üsna sarnane arenenud riikide omale ehk suurem osa kapitalist finantseeritakse ning eelistatakse finantseerida sisemiste vahendite arvelt, mida soodustab ka 2000. aastast kehtiv tulumaksuseadus (Sander 2003: 174; Timošova 2006: ; Raudsepp *et al* 2006:). Timošova (2006: 113) uuring näitas, et Eestis on ettevõtlusaktiivsus üsna madalal tasemel, mis on seotud ettevõtte finantseerimisprobleemidega. Üheks finantseerimisprobleemiks on ettevõtte välisfinantseerimise kättesaadavus, teiseks aga finantseerimisvõimaluste kohta informatsiooni kättesaadavus. Suuremates linnades ja enamarenenud piirkondades on ettevõtlusaktiivsus mõnevõrra kõrgem kui mujal, sest ettevõtete finantseerimisvõimalused on mõnevõrra paremad kui maapiirkondades ja ka info kättesaadavus finantseerimisvõimaluste kohta ning ligipääs rahastamisallikatele on parem. Suuremates linnades on parem ettevõtete ligipääs erinevaid finantseerimisallikaid vahendatavatele institutsioonidele ning ka info finantseerimisvõimaluste kohta levib suuremates linnades kiiremini. Peale finantseerimisprobleemide on Eesti inimeste madala ettevõtlusaktiivsuse põhjuseks äritegevuseks vajalike teadmiste-oskuste puudumine, hirm ebaõnnestumise ees ja administratiivsete protseduuride keerukus. Nii alustavate kui tegutsevate väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamisel Eestis on ülekaalukas roll omavahenditel. Välisfinantseerimisallikatest on kasutatavamad pangalaenu (k.a liising) ning ettevõtlustoetused.

Samuti mõjutab välisfinantseerimise kättesaadavust finantsturgude seisund ja areng. Jõeveer (2006: 4) väidab, et ettevõtte kapitali struktuur tekib kolmest allikast: ettevõttespetsiifilisest, riigi institutsionaalsest ja makroökonomilisest faktoritest. Oma töös hindab ta kõigi kolme allika tähtsust Ida-Euroopa üheksa ettevõtte näitel ning leiab, et väike- ja keskmise suurusega ettevõtete puhul on kõige tähtsamaks välisfinantseerimise mõjuriks riigi institutsionaalsed tegurid, millele järgneb finantsturgude seisund.

Finantsturgude seisundi olulisust on kinnitanud mitmed teadlased: Baker *et al.* (2002: 29), Ehrhard *et al.* (2010: 476), Golberg (2007:10). Baker *et al.* (2002: 2) näiteks väitsid, et muutused finantsturgudel omavad tugevat mõju ettevõtte finantseerimisotsustele ja et ettevõtte finantseerimiseelised muutuvad vastavalt turu kõikumistele. Seega puudub

konkreetne optimaalne kapitali struktuur ning finantseerimisallikate eelistused on ettevõtete jaoks ajas muutuvad. Antud uut teoreetilist käsitlust, mille järgi ettevõtte juhid saavad oma finantseerimisotsusi ajastada sobivate turusituatsioonidega, nimetasid nad turu ajastamise teooriaks (*market timing theory*). Ka Ehrhard *et al* (2010: 476) toob välja finantsturgude arengu ja seisundi tähtsust ja mõju välisfinantseerimise kättesaadavusele ning toob näitena ettevõtteid, kes 2009. aastal majanduskriisi ajal ei olnud kursis finantsturgude seisundiga ning olid üllatunud ja jäid raskustesse laenude väljaandmise tingimuste rangestumisest pankade poolt. Giannetti (2003: 185) samuti näitab Lääne-Euroopa riikide näitel, et välisfinantseerimise olulisteks mõjutajateks on turu finantsareng ning võlausaldajate kaitse tase.

Golberg (2007: 10) on nimetanud oma töös ettevõtteväliste tegurite seas majanduslike (riigi majanduslik arengutase, finantsturu arengutase, riigi väärtpaberituru kapitaliseeritus) kui ka poliitilisõiguslike (tavaõiguse või tsiviilõiguse süsteemi olemasolu riigis, korruptsiooni tase) tegureid, seejuures mainides, et selline jaotus on üsna tinglik, kuna sageli on raske eristada majanduslikke tegureid poliitilis-õiguslikest. Golberg on eristanud ettevõttevälistest teguritest enim käsitlust leidnud tulumaksumäära ja inflatsioonimäära. Enamikel juhtudel on empiirilistes uuringutes täheldatud tulumaksumäära ja finantsvõimenduse negatiivset seost. See on tingitud sellega, et kõrgema efektiivse tulumaksumääraga ettevõtteid on efektiivselt (kasumlikult) toimivad majandusüksused, kes eelistavad finantseerida oma tegevust omavahendite arvelt. Inflatsioonimäära ja finantsvõimenduse vahel kehtib empiiriliselt negatiivne seos, mis tähendab seda, et kõrgema inflatsiooni tingimustes muutuvad investorite jaoks eelistatumaks aktsiad (omakapital) võrreldes võlainstrumentidega (laenukapital) – seetõttu on ettevõtteid sunnitud oma tegevuse finantseerimiseks emitteerima aktsiaid, aga mitte võlakirju.

Frank *et al.* (2002: 217) testisid finantshierarhia teooria kehtivust ning leidsid, et väike- ja keskmise suurusega ning kiire kasvuga ettevõtete puhul teooria järgimine kinnitust ei leia. Leiab aga kinnitust antud teooria kõige rohkem suurettevõtete puhul, mis eksisteerisid 1970-ndatel ja 80-ndatel aastatel. Samuti oli nende poolt lükatud ümber hüpotees, et kiire kasvuga väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid jõuavad väga kõrge võlakordajani.

Autorite seisukoht on vastupidine - kiire kasvuga ettevõttes võlal on kapitali struktuuris väiksem osakaal.

Petersen *et al.* (2002: 20) rõhutasid väike- ja keskmise suurusega kasvuettevõtetele suunatud väärtpaberiturgude vajadust. Kasvuettevõtetele oli autorite arvates omakapitali abil rahastamine oluliselt kasulikum variant, võrreldes laenukapitaliga. Becchetti *et al.* (2002: 302) leidsid, et kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtete jaoks on äärmiselt oluline ligipääsu tagamine väärtpaberiturgudele. Väliste finantseerimisallikate, sealhulgas aktsiate emiteerimise, vähene kättesaadavus ja kasutamine, seavad olulised piirangud ettevõtete kasvule.

Revotella (1998) on välja toonud, et Ida – ja Kesk Euroopa riikide ettevõtted vajavad oluliselt lisakapitali, aga selle minekut neile takistab oluliselt antud keskkonnas valitsev informatsiooni asümmeetria suur probleem, mille tõttu soovivad finantseerijad rohkeid tagatisi ettevõtjate poolt (Revotella 1998, viidatud Kõomägi 2004: 90 vahendusel). Väärtpaberite õige väärtuse saab määrata vaid siis, kui on olemas kogu vajalik info – seetõttu on oluline arvestada riskikapitalisti ja ettevõtja vahel informatsiooni asümmeetria esinemisega. Informatsiooni asümmeetria esinemisega mitteamvestamise tagajärjeks on lepingu sõlmimine vale hinnaga ning ka riskikapitalisti väljumine võib toimuda ettevõttest ebaoptimaalsetel tingimustel. Paljud riskikapitali uurinud autorid (sh. Gompers, Lerner, Amit, Maningart, Wright, Robbie) väidavad, et raske on uuringuid antud vallas teha, sest ei pääse informatsioonile ligi. Nimelt riskikapitali saajad on eraettevõtted, mitte börsiettevõtted, millel ei ole informatsiooni avalikustamise kohustust. Eestis teeb riskikapitalialased uuringud raskeks veel see, et riskikapitali saanud ettevõtteid on väga vähe (Kuura 2001: 139).

Riskikapitalistid investeerivad algusjärgus olevatesse ettevõtetesse ja kõrgtehnoloogia sektorisse, kuivõrd nendese investeeritud vahendid toovad üldjuhul kõrgemat tulukasvu. Samas esineb nende ettevõtete puhul suur informatsiooni asümmeetria ning ettevõtte järelvalve nende poolt on väärtuslik. Informatsiooni asümmeetria probleem on terav ettevõtte varajases elustaadiumis, ettevõtte eluea hilisemas staadiumis ei esine ettevõtja ja

riskikapitalisti vahel informatsiooni asümmeetriat. Suured informatsiooni probleemid kaasnevad investeerimisel selliste ettevõtetega, kellel on suur immateriaalsete varade osakaal koguvaradest ning mis on alles oma varajases elustaadiumis. Kuna alustavate ettevõtete puhul on informatsiooni asümmeetria väga suur, siis selle lahenduseks on hakanud investeeringud liikuma ettevõtte eluea hilisematesse etappidesse. Samas, kui lähtuda eelpool välja toodud riskikapitalistide nišist, siis ei tohiks nimetada nende eelist toime tulema keskkonnas, milles esineb suur informatsiooni asümmeetria. Seega peaks investeeringuid tehtama rahvusvaheliselt ja sellest saama kasu ka ettevõtted, mis asuvad sellistes riikides, kus ei ole riskikapitali piisavalt. (Kõomägi 2004: 90)

Tavaliselt riskikapitali teooria informatsiooni asümmeetrilised aspektid on kirjanduses väljendatud liialt ühekülgsest. Tähelepanuta jäetakse see, et informatsiooni asümmeetria on probleem ka ettevõtjale, mitte ainult riskikapitalistile, sest ta ei tea, miks riskikapitalist tegelikult huvitub temast. Põhjuseks võib olla hoopis soov kõrvaldada ettevõtja konkurentsist, üle võtta ettevõtte äriideed või kasutada ära ettevõtte sisemist informatsiooni oma huvides. Riskikapitali vahendajad võivad oma sellist positsiooni ära kasutada ja hakata käituma oportunistlikult. Riskikapitalisti enda oportunistlikku käitumist iseloomustab olukord, kus ta ei paku ettevõtjale nõustamisteenust, samas küsides väga kõrget tulunormi sellise riski ja tulu suhte juures, kus pakutakse ka muud. Selline teguviis vähendab ühtlasi ettevõtte väärtust ja kahjustab nii ettevõtja kui ka riskikapitali omajate huve kaudselt. Riskikapitali investeeringute kõrged tulunormid on tihti realiseerunud sellepärast, et nad pakuvad lisaks rahalisele kapitalile ka nõustamist (see tuleneb juba riskikapitali definitsioonist). (*Ibid*) Nimetatud info asümmeetria on eeldatud eriti siirderiikides ja sellega nendes riikides ettevõtted pigem eelistavad sisemisi kapitali allikaid välistele finantseerimisallikate (Jõeveer 2006:5).

Rahvusvaheline riskikapitali äri võimendab selgelt asümmeetria probleeme. Seega riskikapitali äri ei soodusta otseselt rahvusvahelisi suhteid, globaalses kontekstis suurenevad informatsiooni asümmeetriast tulenevad kulud. Rahvusvahelistumist saab toetada ainult siis, kui vähemalt riskikapitali vahendaja asub investeerimisobjektiga samas riigis. Riskikapitali omaja võib asuda ka välisriigis. Eriti aktuaalne on see olukorras, kus

asukohariigis napib kapitali, aga on investeerimisspetsialistid. Sarnane olukord on näiteks Eestis. Kuid on ka üks lahendustee, mida Kõomägi pakub välja: see riskikapitalist, kes tahab välismaale investeerida peaks kasutama kindlasti vahendajaid, kes asuvad investeerimisobjekti asukohariigis. (Kõomägi 2004: 90)

Kui käsitleda laenukapitali kaasamist mõjutavaid tegureid, siis Myers (2001: 107) peab välisfinantseerimist ettevõtjale kasulikuks, kui ettevõtte juhil on väärtuslikku infot, mis mida ettevõtte välistel huvigruppidel ei ole. Seega varajases elustaadiumis ettevõtteid tuleks vaid võlaga finantseerida. Samas ei soovi pangad algusjärgus olevaid ettevõtteid suure riski ja informatsiooni asümmeetria tõttu finantseerida ning tekib osapoolte vaheline vastuolu. Niskanen ja Niskanen (2007: 14) on oma uuringus aga tulnud järeldusele, et panga-laenaja suhted soodustavad oluliselt ettevõtte kasvu suuremal määral suurte ning mittetööstuse ettevõtete puhul. Samuti ka arenenud ja hea konkurentsiga pangaturust võidavad pigem suured ettevõtted kui väike- ja keskmise suurusega ettevõtted. Eestis lisaks nimetule pärsivad pangalaenude kättesaadavust ja kasutamist pärsivad väike- ja keskmise suurusega ettevõtete ebapiisavad tagatised, pangaprotseduuride keerukus, ettevõtte juhtide puudulik kompetentsus, korralike äriplaanide puudumine, väike- ja keskmise suurusega ettevõtete spetsiifika mittetundmine pangatöötajate poolt, väike- ja keskmise suurusega ettevõtete sobivate laenutoodete vähesus (Timošova 2006: 114).

Teiselt pool aga tagatistega seotud probleeme aitavad lahendada sihtasutuste laenugarantiid ning laenule alternatiiviks on riigi toetusmeetmed. Timošova (2006: 114) oma uuringus leiab, et kuigi riigi toetusmeetmete ring on Eestis aasta-aastalt üha laienenud, ei ole nende kasutamisel väike- ja keskmise suurusega ettevõtete poolt saavutatud loodetud tulemusi. Riigi abiprogrammide kasutamist pärsivad peamiselt ettevõtjate madal teadlikkus olemasolevatest toetusmeetmetest ning neid vahendavatest institutsioonidest, samuti taotlemisprotseduuride keerukus. Nimetatud probleemide lahendamisel on Timošova arvates oluline roll maakondlikel arenduskeskustel, kes peaksid senisest enam korraldama teabepäevi ning seminare ettevõtjatele toetusmeetmetealase info jagamiseks.

Lõpuks on oluline käsitleda ka ettevõtte kapitali struktuuri valikut mõjutavaid ettevõttespetsiifilisi tegureid, mille hulka võib lugeda nii rahandusspetsiifilisi (mille informatsiooniliseks baasiks on ettevõtte finantsaruandlus), kui ka muid, mis ei ole arvuliselt hästi väljendatavad (näiteks aktsionäride struktuur, ettevõtte krediitdireiting, tegevusvaldkond, juhtkonna karakteristikud jmt). Empiirilistes uuringutes leiavad enim käsitlust järgnevad tegurid: ettevõtte kasumlikkus (*profitability*), põhivara osakaal koguvaras (inglisekeelses kirjanduses kasutatakse mõistet *tangibility*, mida võiks eesti keelde tõlkida kui *põhivaralisus* või *ainelisuus*), ettevõtte suurus (*size*) ning omakapitali turu-raamatupidamisväärtuse suhe (edaspidi P/B – *price-to-book ratio*), mis väljendab ettevõtte kasvuperspektiivi. Lisaks sellele on mõnedes uurimustes mõjuva tegurina leidnud käsitlust ettevõtte likviidsus, põhivara kulumi osakaal koguvarades (kui laenukapitali väline tulumaksukilp) ning laekumi volatiilsus (müügitulude või kasumi standardhälve). Empiiriliste uuringute tulemuste põhjal selgub, et ettevõtete finantsvõimendus on seotud enamiku mõjutavate teguritega vastavalt kapitali struktuuri kompromissiteooriale (põhivaralisus, suurus, kasvuperspektiiv, laenuväline tulumaksukilp, likviidsus). Vastavalt finantshierarhia teooriale on finantsvõimendusega seotud ka ettevõtete kasumlikkus. (Golberg 2007: 9, 10)

Teoreetilise raamistiku loomisel on antud töö autor käsitlenud mitmeid erinevaid võimalusi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamiseks, mille hulgas on nii omakapitali kui ka laenukapitali ning riiklike toetuste kaasamine, ning vaadeldud ka kolm tähtsamat kapitali struktuuri teooriate rühma, millest väike- ja keskmise suurusega ettevõtted võivad finantseerimisotsuste langetamisel lähtuda. Bakalaureusetöö autor on finantshierarhia teooria pooldaja ning eeldab, et väike- ja keskmise suurusega ettevõtted teevad oma välifinantseerimise otsusi lähtudes eelistustest. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete eelistused sõltuvad autori arvates eelkõige kapitali kulukusest ja kättesaadavusest. Samuti on teoreetilises osas vaadeldud varasemate uurimuste väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimises, millest selgus mitu erinevat seisukohta, mida võetakse arvesse ja testitakse Eestit puudutavat väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise olukorra uuringus järgmises peatükis.

2. EESTI ETTEVÕTETE VÄLISFINANSEERIMISE VÕIMALUSED JA PROBLEEMID

Bakalaureusetöö empiiriline osa on jagatud kolmeks uurimisetapiks. Esmalt on uuritud välisfinantseerimise kättesaadavust ja võimalusi väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele tuginedes Eesti riigiasutuste Interneti allikatele, eelnevatele Eestis tehtud uurimustöödele ning statistikaandmetele. Seejärel on analüüsitud statistilistele andmetele ning erinevate küsitlustulemustele tuginedes erinevate finantseerimisallikate kasutamise aktiivsuse dünaamikat ettevõtete finantseerimisel ning lõpuks on finants- ja tegevjuhtide seas läbiviidud küsitlus selgitamaks välja väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide arvamusi välisfinantseerimise kättesaadavusest, kasutatud võimalustest ning tekkinud probleemidest. Samuti oli uuritud, milliseid tegureid arvestavad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted finantseerimisotsuste langetamisel ning millised on nende eelistused finantseerimisallikate osas.

Töö empiiriline osa on planeeritud sellise struktuuriga järgmistel põhjustel. Esiteks, on oluline aru saada, millised välisfinantseerimise võimalused reaalselt eksisteerivad Eesti turul väike- ja keskmise suurusega ettevõtte jaoks. Seda mitmel põhjusel. Eesti on väikese turuga riik ja väike- ja keskmise suurusega ettevõtte välisfinantseerimise võimalused oluliselt erinevad suuremate turgudega võrreldes. Samuti on siin autori arvates mängus ka ajaloolised, regionaalsed ja riiklikud tegurid nagu kasvavas arenguetapis olev finantsturg ning ka Euroopa Liidu programmide mõju. Seda võib jälgida nii ingelinvestorite ja riskikapitalistide finantseerimise praktika puudumise kaudu, kui ka viimastel aastatel aktiivse ettevõtlustoetuste informatsiooni levitamise kaudu.

Teiseks on oluline analüüsida just Eestit puudutavaid uuringuid väike- ja keskmise ettevõtete välisfinantseerimise kättesaadavuse küsimuses. Eesti finantseerimise kättesaadavust puudutav statistika puudub Eurostatis ja Eesti Statistikaametis nii väike- ja keskmise suurusega ettevõtete kui ka kõikide ettevõtete kohta. Eesti Pank aga annab ülevaate kõikidest Eesti ettevõtete kohta kokku, kus suurt mõju andmetele avaldavad suured ettevõtted ja sellega ei saa antud andmeid analüüsides teha järeldusi väike- ja keskmise ettevõtete suhtes. Sellega ainukeseks võimaluseks väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimise kättesaadavuse ja kasutamise aktiivsuse hindamisele jääb Eestit puudutavate eelnevate uuringute ja küsitluse analüüsimine. Üldjuhul olid antud uuringud Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi poolt tellitud ning küsitlused olid läbiviidud küsitlusfirmade poolt.

Kolmandaks on autori arvates väike- ja keskmise suurusega ettevõtete eelistused ja otsused finantseerimisallikate suhtes muutunud viimastel aastatel, kuivõrd on majanduskriisijärgses Eestis on hakatud aina rohkem mõtlema ettevõtlusaktiivsuse tõstmisele ning selleks oli ka loodud mitmeid programme, projekte, instrumente ja ka välisfinantseerimise võimaluste informatsiooni ruum on autori arvates muutunud paremaks. Välisfinantseerimise võimaluste informatsiooni on nüüd võimalik kergemini kätte saada nii Internetis, kui ka Tallinna ja Tartu ettevõtlusnädalatel, Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse ning KredExi infopäevadel, Garage48, StartSmart, Mercury, Arengufondi ja Tallinna ja Tartu ettevõtlusinkubaatorite üritustel. Samuti on nii meedia kui ka Interneti foruumides hakanud aina rohkem informatsiooni liikuma edukatest Eesti iduettevõtetest, mis olid üles kasvanud Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtetest rahvusvahelistesteks ettevõteteks tänu edukale välisfinantseerimise kasutamisele. Autori arvates avaldasid kõik need tegevused ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimiseelistustele ja otsustele mõju, kuid selle kinnitamiseks või ümberlükkamiseks on vaja teostada uus uuring, mis kajastaks Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kasutamise aktiivsust, finantseerimiseelistusi ja muid olulisi aspekte.

2.1. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kättesaadavus ja võimalused

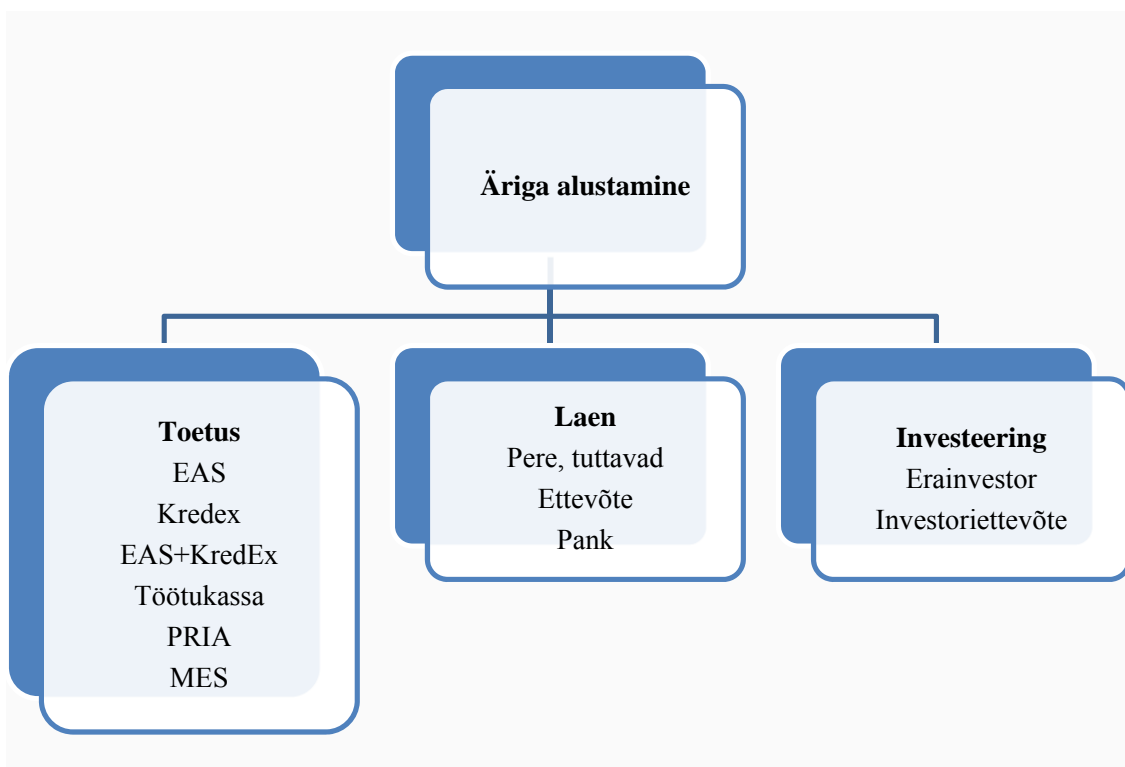
Eesti ettevõtluse välisfinantseerimise kättesaadavuse hindamiseks on vaja esmalt analüüsida, millised välisfinantseerimise võimalused eksisteerivad Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks. Nagu juba teoreetilises osas sai käsitletud, loetakse väike- ja keskmiste ettevõteteks ettevõtteid, kus on vähem kui 250 töötajat ja mille aastakäive ei ületa 50 miljonit EURi või bilansi maht ei ületa 43 miljonit EURi (Thinking ... 2011: 5). 2011. aastal moodustas väike- ja keskmiste ettevõtete arv Eestis 103 688 ettevõtet, millest suurem osa olid tegutsenud hulgi ja jaekaubanduses, kutse-, teadus- ja tehnikaalne tegevuses, põllumajanduses, metsamajanduses ja kalapüügis ning ehituses (vt lisa 2).

Euroopa Liidus on väike- ja keskmise suurusega ettevõtete osakaal ettevõtluses on väga suur (99,8%) ning nende mõju majanduse arengule märgatav (European ... 2013). Ka Eesti majanduses on väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid 99,9 protsenti kõigist Eestis tegutsevatest ettevõtetest, majanduslikult aktiivseid nende seas on aga keskmiselt 70 protsenti. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rohke arv ning absoluutarvu kasv viimaste aastate jooksul ei räägi aga ettevõtjate rohkest arvust ning arvu kasvust. Nagu sai juba mainitud vaid 70% nendest ettevõtetest on majanduslikult aktiivsed ning teine aspekt, mida tuleb märkida on, et ettevõtete kasv ei kajastu ettevõtjate arvu kasvust ehk samad inimesed on loonud rohkem ja väiksemaid ettevõtteid. Ilmekalt tuleb see välja ehitussektoris, kus majandussurutise tingimustes jagati olemasolevaid ettevõtteid väiksemateks osadeks, et riske hajutada. (Kaarna *et al.* 2013)

Sellegi poolest on Eesti finantsturg viimastel aastatel suurel määral arenenud ja Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks on avanenud rohkem võimalusi välisfinantseerimiseks. Euroopa Liidu struktuurifondide abil on Eesti ettevõtluse keskkond muutunud soodsamaks ettevõtluse alustamiseks ja arendamiseks ja tänapäeval eksisteerib väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimiseks Eestis mitu võimalust, mida käsitletakse järgnevalt antud alapeatükis. Vaatamata sellele, et välisfinantseerimise võimalused on viimastel aastatel kasvanud, finantseerivad väike- ja keskmise suurusega

ettevõtted oma tegevust ikkagi enamasti omavahenditest (Eesti väikese... 2008: 61; Timošova 2006: 102; Kaarna *et al.* 2013). See võib viidata, kas välisfinantseerimise madalale kättesaadavusele või siis väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimiseelistustele. Samuti ei pruugi välisfinantseerimise võimalused olla väga soodsad või kättesaadavad väike- ja keskmiste ettevõtete jaoks.

Eestis registreeritud väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel on võimalik saada välisfinantseeringut toetuse, laenu või investeeringu vormis (vt joonis 2). Välisfinantseeringu taotlemine üldjuhul eeldab kasumliku äriplaani koostamist ja esitamist finantseeringu väljastale.



Joonis 2. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtte välisrahastamise võimalused Eestis (EASi veebileht 2013).

Eestis on vastavalt Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse veebilehele väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel äri alustamisel võimalik saada välisfinantseerimist toetuse vormis

Ettevõtluse Arendamise Sihtasutusest, Kredexist, Töötukassast, Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Ametist ning Maaelu Edendamise Sihtasutusest. Laenu vormis välisfinantseerimist on võimalik saada eelkõige perelt või tuttavatelt, teistelt ettevõtetelt ning pankadest ning investeeringu vormis erainvestorite või investoriettevõtte käest.

Kõige soodsam välisfinantseering tingimuste ja kulude poolest on toetus – sellega ei kaasne rahalisi kulusid, kuid kaasneb täiendav töö- ja ajakulu äriplaani, finantsprognoside ja muude dokumentide koostamisel. Ettevõtluse arendamisele suunatud toetused väljastatakse üldjuhul Euroopa Struktuurfondidest ning vahendatakse läbi riiklike sihtasutusi. Üldjuhul toetavad nimetatud asutused või vahendavad toetusi Euroopa Struktuurfondidest ettevõtlusega alustamisel või siis noori ja innovaatilisi ettevõtteid. Toetusraha määratakse põhivara ostuks ehk peamiselt masinate, seadmete või sisseseade soetamiseks ja sellega seotud kohaletoomise ja töökorda paneku kulude katmiseks. Kuigi toetuse väljaandmine on üsna piiratud ja reguleeritud ning nõuab ka hilisemat aruandmist ja plaani järgimist, tegemist on üsna soodsa välisfinantseerimise võimalusega, kuivõrd plaani järgimisel ei pea väike- ja keskmise suurusega ettevõtte toetust tagastama ega intressi selle pealt maksma.

Tegevust alustavatele ettevõtjatele, kes vajavad täiendavaid rahalisi vahendeid jätkusuutliku ettevõtte käivitamiseks, väljastab Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus stardikapitali ning kasvukapitali toetust. Seejuures on ettevõttele seatud teatud piirangud ning nõudmised. Stardikapitali toetuse puhul peab ettevõtte asutamisest olema möödas mitte rohkem kui 12 kuud, ettevõtte peab looma ühe aastaringse täistööajaga töökoha, ettevõtte ärimudel on läbimõeldud, tema äriplan sisaldab äri kirjeldusele ka ettevõtte käivitamise kava ehk tegevusplaani ning toode või teenuse on äritegevuse alustamiseks valmis. Starditoetust on võimalik taotleda kuni 5000 eurot, seejuures toetuse osakaal projekti maksumusest on maksimaalselt 80% ja omafinantseering on vähemalt 20%. Starditoetust on võimalik kasutada projekti perioodi jooksul põhivara soetamiseks ja turundustegevuste läbiviimiseks. (Starditoetus 2013)

Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse kasvutoetuse põhimõtted on väga sarnased starditoetuse omadega, kuid on suunatud juba tegutsevale ettevõtjale, kes vajab täiendavaid

rahalisi vahendeid kasvava ja eksportiva ettevõtte arendamiseks. Antud ettevõtte tooted/teenused peavad olema suunatud ekspordile, ettevõtte peab looma keskmisest kõrgema valdkondliku töötasuga töökohti, ettevõtte ärimudel peab olema koduturul tõestatud ning toode/teenus peab olema ettevõtte laienemiseks ja kasvuks valmis (Kasvutoetus 2013). Kasvutoetus võib moodustada kuni 32 000 eurot, seejuures toetuse osakaal projekti maksumusest on maksimaalselt 50% ja omafinantseering vähemalt 50% (*Ibid*). Toetust väljastatakse põhivara soetamiseks, turundustegevuste läbiviimiseks ja tööjõukulude finantseerimiseks. Mõlema toetuse puhul peab toetusesaaja järgima tegevuskava ja äriplaani ning regulaarselt toetuseandjale aru andma. Seejuures on suureks eeliseks ettevõtja jaoks on see, et tegemist on toetusega, mida sihtotstarbelisel kasutamisel pärast ei ole vaja tagastada võrreldes laenuvõtmisega ning mille kulud on minimaalsed kui mitte nullilähedased võrreldes investeeringute või riskikapitaliga. Samuti tegevust alustava ettevõtte jaoks on tõenäolisem saada toetust kui laenu, kuivõrd pangad üldjuhul soovivad, et ettevõttel oleks teatud krediidi ajalugu, mille alusel nad võivad otsustada, kas anda laen või mitte. Tegevust alustaval ettevõttel seda paraku ei ole.

Samuti on väike- ja keskmise suurusega ettevõttel võimalik Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuselt taotleda ettevõtte arendamise toetus, eksporditoetust, innovatsiooni ja tootearenduse toetusi ning ka turismiarenduse toetusi (Ettevõtete arendamine 2013). Eriti huvitav on bakalaureusetöö autori arvates innovatsiooniosaku toetus, mis on mõeldud väike- ja keskmise suurusega ettevõtte jaoks ning toetused on rahastatud Euroopa Regionaalarengu Fondist. Innovatsiooni osaku abil on võimalik väike- või keskmise suurusega ettevõttel koostöös kõrgkooli, katselabori või intellektuaalomandi ekspertidega uurida innovaatilisi lahendusi arengutakistustele, katsetada uusi materjale, koguda teadmisi tehnoloogiate kohta ning teha uuringuid intellektuaalomandi andmebaasides jpm. Sellega on antud toetus suunatud innovaatilisele lähenemisele ettevõtluses, mis on heaks võimaluseks väike- ja keskmise suurusega ettevõttele arendada oma tegevust infotehnoloogia või muus innovaatilises keskkonnas.

Analoogiliselt Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse starditoetusele toetab ettevõtluse alustamisega Töötukassa, kes toetab töötut või koondamistetega töötajat ettevõtluse

alustamisel rahalise abiga kuni 4474 eurot. Ettevõtluse alustamise toetust antakse uue ettevõtte loomisele ning vähemalt 18-aastasele tööotsijale, kes omab majandusalast haridust või on läbinud ettevõtluskoolitust (Ettevõtluse alustamise... 2013). Maaelu arendamisega tegelevaid väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid toetab Põllumajanduse Registrate ja Informatsiooni Amet (PRIA) ning Maaelu Edendamise Sihtasutus (MES).

Nagu eelpool toodud ülevaatest on näha, eksisteerib Eestis üsna palju ettevõtluse toetuse taotlemise võimalusi nii tegevust alustava kui ka juba tegutsevale väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele. Samas kui äriplaani või ettevõtte ei vasta ettevõtluse tugisüsteemi kuuluvate organisatsioonide toetuste tingimustele, on väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel võimalik kaaluda laenu võtmist pangast, ettevõtetelt või eraisikutelt. Intressideta laenule on võimalik väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel otsida lähedastelt inimestelt (perekeskne, sugulased, sõbrad) või tuttavatelt. Samuti on võimalik laenamise asemel tuttavatele pakkuda ka osalust loodavas ettevõttes.

Kuigi KredEx Sihtasutus on Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse skeemi järgi toetajate osas, ei anna see sihtasutus ettevõttele rahalisi toetusi, kuid esineb käendajaks laenude taotlemisel. KredEx-i toetusega stardilaenu väljastavad viis panka: Krediidipank, Versobank, SEB Pank, Swedbank ja Nordea Pank. Abi toetuste ja laenude saamiseks äriplaani kirjutamisel annavad maakondlikud arenduskeskused (MAK). KredExi käendusega on väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel võimalik taotleda pangas stardilaenu, tehnoloogialaenu, allutatud laenu ning ka muude laenude puhul. Stardilaenu on KredExi käendusega võimalik taotleda alustaval ja kuni kolm aastat tegutsenud väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel investeringute ja käibevahendite rahastamiseks. Stardilaenu eesmärk on toetada ettevõtet, kui selle käivitamisel on takistuseks algkapitali puudumine ning pangalaenu saamiseks puuduvad piisavad tagatised ja tegutsemisajalugu. Erinevalt tavapärasest pangalaenust nõutakse stardilaenu puhul ettevõtjalt vähem tagatist ning üldjuhul piisab laenu tagatiseks laenusajaja füüsilisest isikust omanike isiklikust käendusest. Laenu sihtotstarbelisel kasutamisel on käendaja isiklikuks vastutuseks kuni 40% laenusummast. (Stardilaenu ... 2013)

Kredexi käendusega tehnoloogialaen on suunatud ekspordile orienteeritud töötleva tööstuse, mäetööstuse, elektrienergia tootmise, ülekande ja jaotuse ning jäätmetöötluse ja -kõrvalduse ettevõttele, mis investeerib masinatesse ja seadmetesse (Tehnoloogialaenu ... 2013). Tehnoloogialaenu käendus on toetuseks väike- ja keskmise suurusega ettevõttele, kui investeeringu tegemiseks kasutatakse pangalaenu või liisingut, kuid ettevõtjal puudub kapital nõutava omafinantseeringu tegemiseks. Sarnaselt ettevõtte omanikule annab KredEx allutatud laenuna ettevõtte kasutusse kapitali, mis suurendab teiste finantseerijate silmis omafinantseeringut. See võimaldab võtta täiendavat liisingut või pangalaenu ja aitab seeläbi ettevõttel kiiremini kasvada, seejuures laenu saanud ettevõtte juhtimisse KredEx ei sekku.

KredExi käendusega allutatud laen on suunatud ärimudeli toimimist tõestanud ettevõttele, mis kavandab investeeringuid arengusse. Allutatud laen aitab, kui ettevõtte kiiret kasvu soovitakse finantseerida laenukapitaliga, kuid pangalaenu saamiseks on omafinantseeringu tase liialt madal või puuduvad piisavad tagatised. Sarnaselt omanikule annab KredEx ettevõtja kasutusse kapitali, mis tulenevalt allutatusest suurendab teiste finantseerijate silmis omafinantseeringu taset, kuid seejuures on üheks peamiseks nõudmiseks ettevõttele allutatud laenu taotlemisel omakapital suuruses vähemalt 64 000 eurot. (Allutatud 2013)

Toetuse ja laenu alternatiiviks on kasumliku äriplaani ja uudse äriidee puhul erainvestorite või investeerimisettevõtte (ehk riskikapitalistide) poolt finantseerimine. Erainvestoreid kutsutakse ka ingelinvestoriteks ja Eesti nende kohta infot vahendab Eesti Riskikapitali Fond, EstBan (Eesti äriinglite assotsiatsioon), StartSmart, Ajujaht ning Garage48. Erainvestorite välisfinantseerimist ei ole nii kerge saada ja üldjuhul soovivad nad nii osalust ettevõttes kui ka teatud rolli otsuste vastuvõtmisel ja ettevõtte juhtimisel. Investeerimisettevõtete (ehk riskikapitalistide) põhitegevuseks on aga otsida projekte, millesse oleks kasulik raha paigutada. Eestis tegutseb institutsionaalse investori rollis Eesti Arengufond, kes koos erainvestoritega investeerib riskikapitali Eesti uuenduslikesse, kasvavatesse ja rahvusvahelise potentsiaaliga ettevõtetesse. Riskikapitali investeeringute pakkujana on Eesti Arengufond andnud tõuke mitme Eesti päritolu iduettevõtte kasvule

ning samuti on ka soodustanud ülikiiret iduettevõtete keskkonna arengut nii Tallinnas kui ka Tartus (Gueugneau 2013).

Veel üheks Eesti territoriumil tegutsevaks investeerimisettevõtteks on Balti Innovatsioonifond (BIF), mis on Eesti, Läti ja Leedu ning Euroopa Investeerimisfondi (EIF) poolt loodud fondifond esmärgiga suurendada kapitaliinvesteeringuid Balti riikide ettevõtetesse. EIF investeerib fondi loomiseks 40 miljonit eurot, millele lisandub 20 miljonit eurot Eesti (KredEx), Läti (LGA) ja Leedu (Invega) riiklikelt agentuuridelt. Aastatel 2013-2016 investeerib BIF 100 miljonit eurot era- ja riskikapitali investeerimisfondidesse, millele lisatakse fondihaldurite kaudu omakorda vähemalt sama suures summas investeeringuid erainvestoritelt ja pensionifondidelt. Ettevõtetesse investeerivad allfondid vastavalt iga konkreetse fondi investeerimispoliitikale, kuid üldiseks sihtgrupiks on hea rahvusvahelise arengupotentsiaaliga Balti ettevõtted. Nii erainvestorid kui ka riskikapitalistid soovivad lepingut sõlmides saada teatud perioodiks osalust ka ettevõtte juhtimises.

Nagu on näha, Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtte jaoks eksisteerib mitu erinevat võimalust oma tegevuse finantseerimiseks välisest allikast. Seejuures mõned neist võimalustest on eriti soodsad, kuivõrd nendega ei kaasne suuri kulutusi. Järgmine aspekt, mida on bakalaureusetöö autori meelest on vajalik välja selgitada, milliseid välisfinantseerimise võimalusi on väike- ja keskmise suurusega ettevõtted kasutanud ning millest on nende valik või eelistus tingitud on. Samuti on oluline hinnata, kui kättesaadavad on eelpool nimetatud välisfinantseerimise võimalused ja millised takistusi ja probleeme nende võimaluste kasutamisel kerkivad.

2.2. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamise dünaamika – Eestit puudutavate uuringute ja statistiliste andmete analüüs

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimise allikate jaotus, päritolu ning kasutamise aktiivsuse statistika ei ole kättesaadav Eesti Statistikaameti, Eesti Panga või

Eurostati andmebaasides ja seetõttu kõige optimaalsemaks andmete kogumise meetodiks on väike- ja keskmise suurusega ettevõtete küsitlused. Üldjuhul tehakse selliseid küsitlusi regulaarselt erinevate riigiasutuste ning küsitlusfirmade poolt. Eesti väikese ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundumuste uuringuid on tehtud 2002. aastast alates, üldjuhul iga kolme aasta järel erinevate asutuste poolt, selliste nagu Poliitikauuringute Keskus Praxis (2012), OÜ Saar Poll (2008), EMOR (2003) ja muude asutuste (Jaaksoo *et al.* 2012: 2) poolt Majandus- ja Kommunikatsiooniameti tellimisel. Värskeimad andmed hetkel puuduvad, kuid on võimalik jälgida väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise dünaamikat viimaste aastate jooksul analüüsides olemasolevaid küsitluste ja uuringute tulemusi antud osas.

Bakalaureusetöö autor on analüüsinud eelpool nimetatud olemasolevate küsitluste ja uuringute tulemusi ning on järeldanud, et välisfinantseerimise kaasamise aktiivsuses väike- ja keskmise suurusega ettevõtete seas on toimunud olulisi muutusi viimastel aastatel. Kõige viimase küsitluse (Kaarna *et al.* 2012) käigus, mis oli läbiviidud Poliitikauuringute Keskuse Praxis poolt, selgus, et lisarahastamise võimalusi on kasutanud 2009-2012 aastate jooksul äritegevuse arendamiseks ligi kolmandik väike- ja keskmise suurusega ettevõtetest. Eelmiste aastatega võrreldes on kasutatud palju aktiivsemalt lisafinantseerimist. Tegevusalade järgi olid aktiivsemad lisarahastuse otsijad 2012. aastal töötleva tööstuse ettevõtted, teenuste valdkonnas paistsid silma majutuse, toitlustuse ja äriteenuste pakkujad. Väikese ja keskmise suurusega ettevõtted kasutasid peamiselt finantssektori teenuseid – liisingut ja pangalaene. Võrreldes eelmiste aastatega võeti rohkem laenu perekonnalt ja sõpradelt. Sellist laenamisviisi kasutavad lisarahastuse allikana peamiselt mikroettevõtted ja FIE-d, peaaegu üldse ei kasuta seda võimalust aga keskmise suurusega ettevõtted. Nõrgenenud finantskeskkonna taustal on aina rohkem neid ettevõtjaid, kes vajaks ettevõtte arendamiseks lisafinantseeringut, kuid kellele selle kaasamise võimalused käivad sageli üle jõu. Järjest enam loodeti riiklikele toetustele. Oluliselt oli kasvanud selliste ettevõtete osakaal, kes tunnetasid vajadust lisafinantseeringu järele. Varasematel aastatel vajas lisafinantseeringut ligikaudu 1/3 väikese ja keskmise suurusega ettevõtetest, 2011. aastal ligi 2/3 ettevõtetest. (Kaarna *et al.* 2013)

2003. aastal läbiviidud EMORi uuring näitas, et Eestis on tegevust alustavate ettevõtjate jaoks ülekaalukalt kõige olulisemaks finantseerimisallikaks viimase kahe aasta jooksul olnud omavahendid (87% 2002-2003. aasta jooksul tegevust alustanud ettevõtetest on seda kasutanud). Keskmisest veelgi enam oli omafinantseerimine olulisem just nende uusettevõtete jaoks, kes tegutsevad ehituses ja teeninduses ning paiknevad Lõuna- või Kesk-Eestis. Olulisuselt teisel positsioonil on uusettevõtete stardikapitalis laenuraha, seda nii nn sõbralaenuna (laen perekonnalt, sõpradelt, tuttavatelt) kui ka pangalaenuna. Keskmisest enam on sõprade-tuttavate rahalist abi kasutanud Kesk-Eesti ja maapiirkondade, jaekaubanduses ning transpordi-side valdkonnas tegutsevad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted. Pangalaenu on oma ettevõtte tegevuse alustamisel kasutanud keskmisest enam äriühinguna alustanud, eksportivad, välisosalusega, töötleva tööstuse ja jaekaubandusega tegelevad väike- ja keskmise suurusega ettevõtted. (Eesti väikese... 2003: 51-52)

OÜ Saar Poll uuring (2008) näitas, et kuigi finantseerimisallikate tähtsusjärjestus on püsinud kuni 2008. aastani muutumatuna, sellele vaatamata on ühe või teise allika osakaal viimastel aastatel päris oluliselt muutunud. Pangalaenude osatähtsus kasvas tervelt 2008. aastal võrreldes 2005. aastaga 45% võrra. Populaarsemaks said ka liisingu kasutamine ning laenud perekonnalt, tuttavatelt. Viimane allikas muutub alati populaarsemaks, kui ettevõtjad loodavad kiiresti saada suurt kasumit (see puudutab eelkõige väiksema töötajaskonnaga ettevõtteid). Riigipoolse toetuse ning faktooringu kasutamise osas kehtib selge tendents: mida suurema ettevõttega on tegu, seda rohkem on nende finantseerimisallikate poole pöördunud lisainvesteeringu tegemisel. Sama kehtib ka välismaiste finantseerimisallikate kohta. Samuti on 2005.a. küsitlusega võrreldes oluliselt vähenenud nende ettevõtete osakaal, kes ei ole pöördunud lisafinantseerimisallikate poole. (Saar 2008: 8)

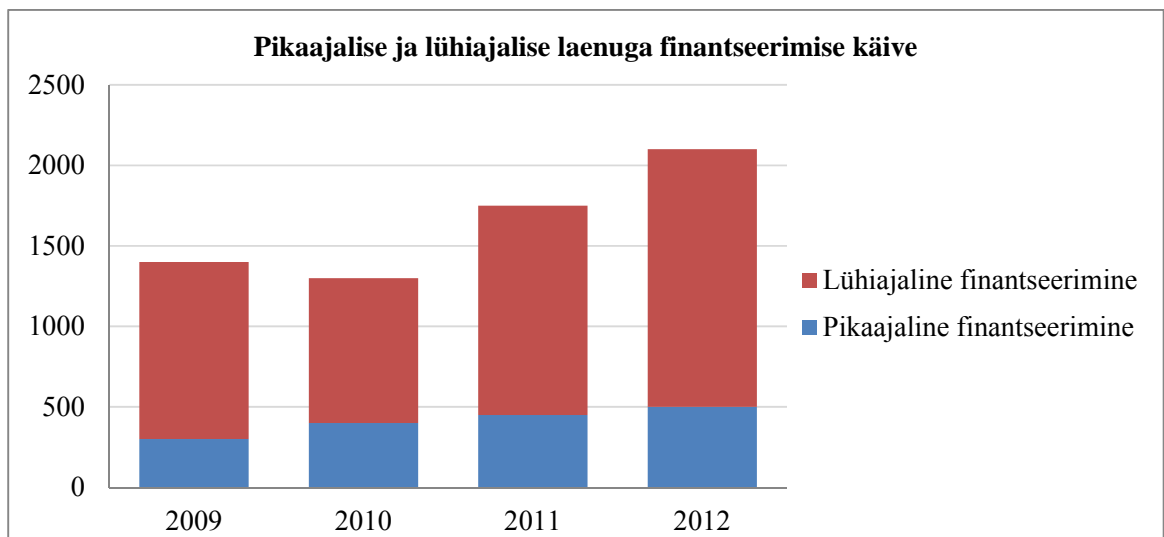
2008. aastal oli enim kasvanud pangalaenu, välisosanike osaluse ning riigipoolse toetamise osakaal finantseerimisallikate osas. Kodumaiste osanike panus kogu investeeringust oli oluliselt vähenenud. Pangalaenu katsid keskmiselt kõige väiksema osa investeeringust. Vajadus pangalaenu järele oli 2008. aastal suhteliselt väike (16% ettevõtete jaoks) ja ei

olnud kolme aasta taguse ajaga võrreldes muutunud. Pangalaenu soovisid kõige rohkem tööstuses ja hulgimüügis tegutsevad ettevõtted. Ehitussfäär oli pangalaenu küsimuses tunduvalt tagasihoidlikum (vanad võlad veel maksmata). Väiksemate ettevõtete asutamisel oli rohkem omafinantseeringut kasutatud. Kõige vähem kasutasid pangalaenu aga mikroettevõtted. Kodumaiseid ja välismaiseid investoreid olid kasutanud enim suurima töötajaskonnaga ettevõtted. (Saar 2008: 8, 61)

2012. aastal oli kasvanud eelmiste uuringutega võrreldes nende ettevõtete hulk, kes pangalaenude abil katsid oma tegevuskulusid: neid oli ligikaudu veerand. Selline käitumine võis olla seotud turu likviidsusprobleemidega majanduskriisi järel, kuid pikema aja jooksul nõrgestas see märgatavalt ettevõtete jätkusuutlikkust. Sama probleemi teadvustas ligi kolmandik ettevõtjatest, kes leidsid, et nende kapitaliseeritus ei olnud piisav ettevõtte jätkusuutliku arengu tagamiseks (Kaarna *et al.* 2013).

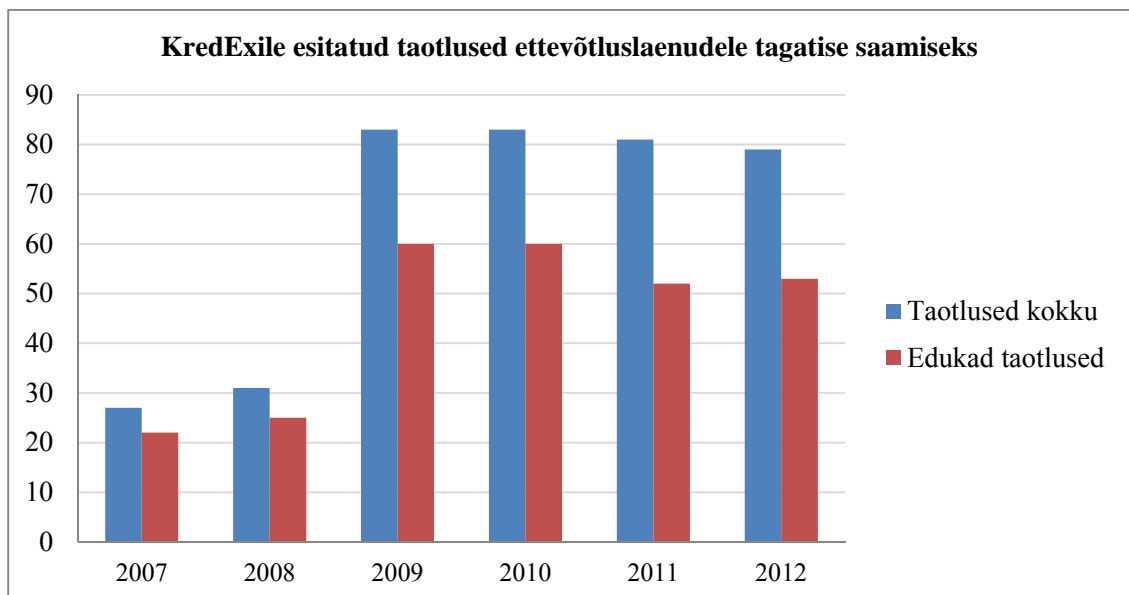
2008. aastal aga kasutasid väike- ja keskmise suurusega ettevõtted pangalaene enamasti põhivarale, ligi 2/3 ettevõtetest oli pangalaenu kasutanud põhivara soetamiseks (64%). 27% oli kasutanud seda käibevara soetamiseks. Ülejäänud ettevõtete puhul on laenu raha kasutatud muude kulude katmiseks (näiteks halduskulud). (Saar 2008: 9)

Sama tendetsi võib jälgida ka kogu ettevõtluse sektori näitajates. Eesti Panga andmetel on 2011.-2012. aastatel koos majandusaktiivsuse ja tegevusmahtude suurenemisega kasvanud ka lühiajaliste laenude käive ja lühiajaline finantseerimine moodustab jätkuvalt üle 70% kogu laenukäibest (vt joonis 3).



Joonis 3. Ettevõtete pikaajalise ja lühiajalise laenuga finantseerimise käive, mln eurot (Eesti Pank 2013).

Pikaajaliste laenude maht suurenes 2012. aastal võrreldes 2011. aastaga, kuid muutused ei olnud olulised. Samas suurenes 2012. aastal märkimisväärselt investeringute rahastamiseks võetavate pikaajaliste laenude maht. Kuigi ei ole võimalik jälgida, kas antud muutus kehtis suurel määral ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtete kohta, analoogne tendents kehtis KredExile esitatud laenukäenduste taotluste suhtes. Esitatud taotluste arv ja positiivse vastuse saanud taotluste osakaal on oluliselt suurenenud alates 2009 kuni 2012 aastani võrreldes 2007.-2008. aastatega (vt joonis 4) ning 2012. aastal võrreldes 2011. Aastaga on suurenenud ka edukate taotluste osakaal esitatud taotlustest kokku. KredExil on oluline roll eelkõige väikeettevõtete rahastamisel. 90% laenukäenduse taotlustest on esitanud just mikro- ja väikeettevõtted (Majanduse... 2013).



Joonis 4. KredExile esitatud taotlused ettevõtluslaenudele tagatise saamiseks, mln eurot (Eesti Pank 2013).

Mis puudutab ettevõtteväliseid investoreid ingelinvestorite ja riskikapitali näol, siis nendesse suhtumine oli väike- ja keskmise suurusega ettevõtete poolt peaaegu muutumatu viimastel aastatel. 2008. aastal Praxi poolt teostatud uurigu käigus eelistasid keskmise suurusega ettevõtted oma arengu turgutamisel kasutada pigem pangalaenu kui et kaasata ettevõttevälist investorit. Ettevõttevälist investorit ei soovitatud kaasata põhjusel, et kardetakse kaotada kontroll ettevõtte tegevuse üle (34% ettevõtetest). Üheks põhjuseks on siin investorsuhete lühike ja alles arenev traditsioon Eestis (Eesti ettevõtluspoliitika... 2013: 29) 23% juhtumitel märkisid ettevõtjad, et selleks võisid olla probleemid, mis on seotud kasumi jaotamisega. 20% ettevõtete puhul märgiti probleeme, mis seostusid ebasobivate ootustega tuleviku või tegutsemispõhimõtete suhtes. 16% ettevõtjaid kartsid liigsete nõudmiste/piirangute esitamist. (Saar 2008: 9)

Sarnane pilt kujunes välja ka 2012. aastal teostatud uuringu käigus. Soov teha koostööd teise ettevõtte või potentsiaalse investoriga oli vähene, peamise takistusena toodi välja ettevõtte tahe säilitada sõltumatus. Koostöös ei nähtud võimalust oma äritegevust arendada ja ettevõtte jätkusuutlikkust tagada. Samuti peljati, et investori kaasamine tekitab liigseid

nõudeid ja kohustusi. Ligikaudu veerand ettevõtjaist polnud nõus ka kasumit jagama. Peaaegu pool ettevõtetest (47%) seas oma arengu planeerimisel esikohale sõltumatuse, mitte võimaluse jõuda koostöö käigus eesmärkideni, mida ettevõttel üksi, oma vahenditega, ei ole alati võimalik saavutada. (Kaarna *et al.* 2013)

Samas aga ettevõtteväline koostöö ning investeeringud on väga olulised väike- ja keskmise suurusega ettevõtte arendamiseks ja innovaatilisuse kasvatamiseks. Viimase 5. aasta jooksul Eesti on olnud esikümnes Euroopa Liidu ettevõtete seas innovaatiliste ettevõtete osatähtsuse poolest (Põldsaar *et al.* 2012: 27). Siiski on 2012. aasta küsitluse käigus selgunud, et väikestel ja keskmise suurusega ettevõtetel on vähe võimekust teha iseseisvalt teadus- ja arendustööd ning on oluline plaanida toetusmeetmeid, mis soodustavad nii ettevõtetevahelist kui ka ettevõtete koostööd avaliku sektori ning teadus- ja arendusasutustega, mis suunaks ettevõtteid edendama teadus- ja arendustegevust ning innovatsiooni. Just koostöö puudumine on suurim takistus Eesti riigi innovatsioonisüsteemi järgmisele tasemele viimisel.

Riigitoetuste kasutamine väike- ja keskmise suurusega ettevõtete poolt on aga oluliselt muutunud viimastel aastatel. Riigi pakutavad toetused said viimaseil aastail väga levinud ning on muutnud ettevõtjad mõneti mugavaks. Kui uuriti ettevõtjate plaane kaasata lisafinantseeringut 2012. aastal, lootis 42 protsenti neist saada järgmise 24 kuu jooksul riigi toetust, kui võrrelda 2008. aastaga, siis oli riigitoetusi saanud ettevõtteid nii ettevõtluse alustamisel kui ka tegutseva ettevõtte lisafinantseeringul ala 5%. Seega on antud välisfinantseerimise allika kaasamise muutus üsna suur. Samas oli ikkagi riiklikke toetusmeetmeid enam kasutanud keskmise suurusega ja töötleva tööstuse ettevõtted, teenuste sektori ettevõtete ning mikro- ja väikeettevõtete juurdepääs toetustele oli väiksem. (Kaarna *et al.* 2013) Ka 2008. Aastal kehtis selge seaduspärasus - mida suurema ettevõttega oli tegu, seda rohkem leidis ettevõtteid, kes oli firma alustamisel saanud riigilt abi (Saar 2008: 61).

Riigitoetuste välisfinantseerimisallikana kasutamise aktiivsuse kasv oli tingitud kindlasti olulisel määral elanikkonna informeerituse kasvuga riigitoetusmeetmetest ning ka vajalikest

taotlusprotseduuridest. Juba 2008. aastal olid ettevõtjad kolme aasta taguse perioodiga võrreldes märksa rohkem informeeritud ettevõtluse toetamise programmide ning oluliselt oli suurenenud ka nende ettevõtete arv, kes oli pakutavaid toetusi seetõttu ka kasutanud (Saar 2008: 11). Selles küsimuses oli toimunud väga suur murrang. See mõjutas ka edaspidist riiklike toetusmeetmete kasutamise arengut, mida võib jälgida 2012. aasta suures kasvus võrreldes 2008. aastaga. Riiklikest toetusmeetmetest informeeritust tõstis Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse infolevitamiskampaaniad, pankade, maakondlike arenduskeskuste, KredExi ning ettevõtlusportaalide poolt informatsiooni aktiivne jagamine.

2012. aastal teostatud uuring näitas, et Eestis pakutavate riiklike ettevõtluse toetusmeetmetega on ettevõtjad üldiselt kursis. Samal tasemel (10–15%) oli püsinud nende ettevõtjate osakaal, kes pole riiklikest toetusmeetmetest midagi kuulnud. Samuti on aastast aastasse muutumatult valitsenud seaduspära, et toetustest on teadlikumad töötleva tööstuse ja majutusteenustega seotud tegevusalade esindajad. Sarnane oli ka varasematel aastatel täheldatud suundumus, mille kohaselt on teadlikkus toetusmeetmetest parem keskmise suurusega ettevõtetes. Toetusmeetmeid hästi tundvatest ettevõtjatest olid ligi pooled meetmetega rahul, 38 protsenti ei olnud rahul. Uuring ei vaadelnud seda, kas ja kuidas oli ettevõtja toetust kasutanud, vaid keskendus teadlikkusele. (Kaarna *et al.* 2013)

Üldiselt oli 2005-2012. aasta jooksul aset leidnud suhteliselt vähe muutusi infoallikate hierarhias, mille poole ettevõtted pöördusid. Põhiliseks allikaks oli jäänud internet (85% ettevõtjatest). Selle kõrval oli teiste infoallikate osatähtsus muutunud väiksemaks. Peamiseks infoallikaks jäi meedia, ükskõik, milline see ka ei oleks. Ettevõtlusassotsiatsioonid, erialaliidud, keskused, kus jagatakse vastavat infot, olid muutunud vähem tähtsaks. Tähelepanu võiks juhtida sellele, et erakonsultantide poole oli hakatud rohkem pöörduma. 2008. aastal oli selle allika roll veel väike, kuid 2012. aastal juba suurenes, sest ettevõtjatel oli tekkinud vajadus märksa konkreetsema, personaalsema infoallika järele, mis suudab vastata spetsiifilistele küsimustele. Ettevõtjad ei kurtanud väga palju selle üle, et ettevõtlusalast informatsiooni oleks raske leida. (Saar 2008: 10; Kaarna *et al.* 2013)

Eestit puudutavatest eelnevatest uuringutest selgus, et väike- ja keskmise suurusega ettevõtted on võrreldes eelmiste aastatega hakanud rohkem otsima lisafinantseerimise võimalusi ning on enam oodanud riikliku toetuse taotlemise heakskiitu. Sellele on autori arvates avaldanud mõju riiklike toetuste kättesaadavus ja väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimisvõimalustest hea informeeritus. Samuti on väike- ja keskmise suurusega ettevõtete tegevusele, ja seeläbi ka soovile lisafinantseeringut otsida, avaldanud mõju ka majanduskriisijärgne aeg, kus nõudlus väike- ja keskmise suurusega ettevõtete teenuste ja toodete vastu üldjuhul langes ning pangalaenu saamise tingimused muutusid oluliselt rangemaks. See sundis väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid pöörduma toetuste või sihtotstarbelise laenu poole. Kui eelnevatel aastatel lootsid ettevõtted enamasti omafinantseeringule, siis viimastel aastatel kaalutlesid nad suurel määral ka toetusi lisafinantseerimisallikana.

2.3. Välisfinantseerimise kättesaadavus ja sellega kaasnevad

probleemid – väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide küsitluse tulemused

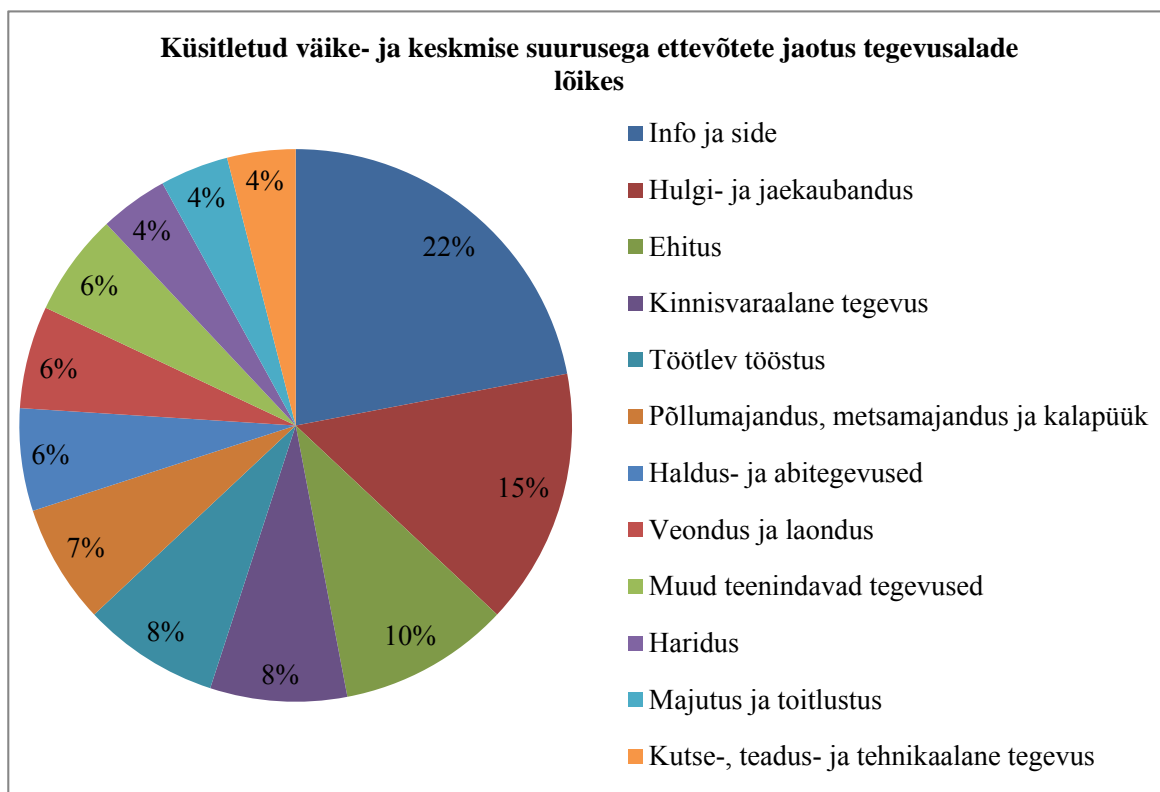
Kuna väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kättesaadavuse statistika puudub Eesti Statistikaametis ja Eesti Pangas kui ka Eurostatis, siis ainukeseks võimaluseks andmete kogumiseks oli jäänud iseseisev andmete kogumine küsitluse ja intervjuude teel. Oma uuuringu meetoodika koostamisel võttis bakalaureusetöö autor eeskujuks sotsiaal- ja turu-uuringute firma OÜ Saar Polli meetoodika, mis oli kasutatud 2008. aastal teostatud Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundmuste uuringus Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi tellimusel. Antud meetoodika oli välja töötatud Phare projekti "*Technical assistance for the preparation of the SME survey*" raames professor David Smallbone'i poolt. Meetoodika väljatöötamisel arvestati Eestis olemasolevaid andmebaase väike- või keskmise suurusega ettevõtete sektori kohta ning Eestis ja Euroopa Liidus läbi viidud analoogseid küsitlusi.

Antud bakalaureusetöö uuringu andmete saamiseks korraldas autor väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide küsitlus elektroonilise *online* küsimustiku abil ning telefoni teel perioodil 25. märts kuni 25. aprill 2013. Küsitluse teel soovis autor välja selgitada, milliseid välisinvesteeringe võimalusi on Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtted kasutanud ning milliseid probleeme on neil seoses sellega esinenud. Samuti oli saadud potentsiaalsete väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide arvamusi ja hinnanguid välisfinantseerimise ning sellega seotud info kättesaadavuse kohta Eestis. Peamised küsimused, millele autor küsitluse abil vastust leidis, olid välisfinantseerimise ja sellega seotud informatsiooni kättesaadavuse tase, välisfinantseerimisega seotud probleemide ja takistuste iseloom, välisfinantseerimise kaasamist mõjutavad tegurid ning eelistused finantseerimisallikate osas. Küsitluse ankeet on toodud töö lisa 4.

Uuringu valimi suuruseks kujunes 114 väike- ja keskmise suurusega ettevõtet, mis moodustas ligi 0,2% kogu aktiivsetest Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtetest 2011. aasta Statistikaameti andmete seisuga. Küsitletud ettevõtete keskmiseks vanuseks oli 6 aastat, kõige noorem oli tegutsenud 1 aasta ja kõige kauem tegutsenud ettevõtte oli 20 aastat. Vastajaks oli ettevõtte juhataja või juhatuse liikmed. 36% andmetest olid kogutud telefoniintervjuude vormis, ülejäänud veebipõhilise küsitluse abil. Küsitletavad leiti Eesti väike- ja keskmiste ettevõtjate assotsiatsiooni kaudu, EAS ärimentorlusprogrammi kaudu, sotsiaalvõrgustikest, Äriregistri andmebaasist (andmebaas äriühingute ja FIE-de kohta) juhuvaliku teel ning tuttavate ringkonnast.

Väikese ja keskmise suurusega ettevõtete üldtulemuste esinduslikkuse tagamiseks kaaluti valim üldkogumi näitajatele vastavaks (suurusklassi, piirkondade ja tegevusalade lõikes). Üldkogumi aluseks võeti Eesti Statistikaameti ja Maksu- ja Tolliameti andmed äriühingute ja FIE-de jaotumise kohta tegevusalade ja suurusklasside järgi (töötajate arvu põhjal). Täiendavate printsiipidena järgiti seda, et Tallinna ettevõtete osa ei ületaks 65% valimist ning esindatud oleks kõik olulisemad ja suuremad majandusharud. Uuringu teostamisel ja andmete tõlgendamise ajaks oli Eesti Statistikaameti veebilehe värskemad andmed ettevõtete kohta vaid 2011. aasta lõpuseisuga.

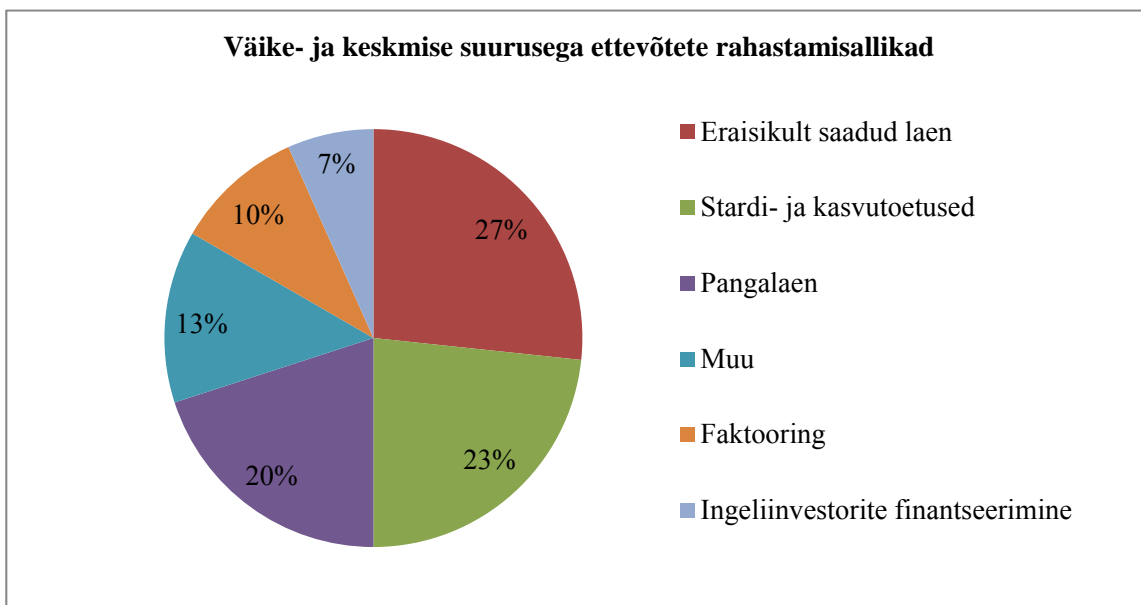
Ettevõtete valim on proportsionaalne üldkogumile eelpooltoodud neljas regioonis (vt lisa 3) – Harjumaal (65%), Tartumaal (13%), Pärnumaal (6%) ja Ida-Virumaal (6%). Info ja side ettevõtete majandusharu osutus ülesindatuks võrreldes 2011. aasta Eesti Statistikaameti andmete seisuga (vt lisa 2), kuivõrd elektrooniliselt vastunute seas osutus üsna palju IT ja telekommunikatsiooni valdkonnas tegutsevaid ettevõtteid (vt joonis 5). Põllumajanduse, metsamajanduse ja kalapüügi ning kutse-, teadus- ja tehnikaalase tegevuse majandusharud jäid aga natuke allaesindatud võrreldes majandusharude osakaaludega esitatud Eesti Statistikaameti andmetel. Kokkuvõttes võib väita, et kõik olulised ja suuremad ettevõtluse tegevusharud on esindatud ning proportsionaalselt küsitluse valim vastab tegelikkusele peaaegu samas osakaalus ning sellega küsitluse tulemused on tõlgendatavad ja usaldusväärsed kogu sihtrühma suhtes. Tulemuste tõlgendamisel arvestati suurema võimaliku veaga, mis ei ületa +/- 10%, kui sihtrühma esindab 100 vastajat.



Joonis 5. Küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus tegevusalade lõikes (autori koostatud).

Teostatud küsitluse tulemustest selgus, et 58% küsitluses osalenust väike- ja keskmise suurusega ettevõtetest on kasutanud välisfinantseerimist ühel või teisel arenguetapil, neist ligi 60% on kasutanud välisfinantseeringut ettevõtluse alustamisel ehk stardifaasis ning üle 30% kasvu- ja laienemisfaasis. Kõige rohkem välisfinantseerimist kaasanuid ettevõttest oli Harjumaal – üle 70% kõigist välisfinantseerimist kaasanust ettevõttest ning Tartumaal 27%.

Kõige levinumaks välisfinantseerimise allikaks küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete seas osutus eraisikult saadud laen, mille all küsitlenud peetsid nii lähedaste ja tuttavate käest saadud laenud kui ka omafinantseeringut ettevõttesse laenu vormis. See moodustas 27% kogu välisrahastamise allikatest (vt joonis 6). Teiseks väga oluliseks välisfinantseerimise allikaks on riigiasutuste pool välja antud stardi- ja kasvutoetused, mis moodustasid 23% kogu välisrahastamise allikatest. Stardi- ja kasvutoetusele järgnes pangalaen ja see moodustas 20%.



Joonis 6. Küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisrahastamisallikate osakaalud (autori koostatud).

Antud andmetest võib järeldada, et Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtted eelistavad kasutada kas omavahendeid või siis vähem kulukamad välisfinantseerimisallikaid nagu

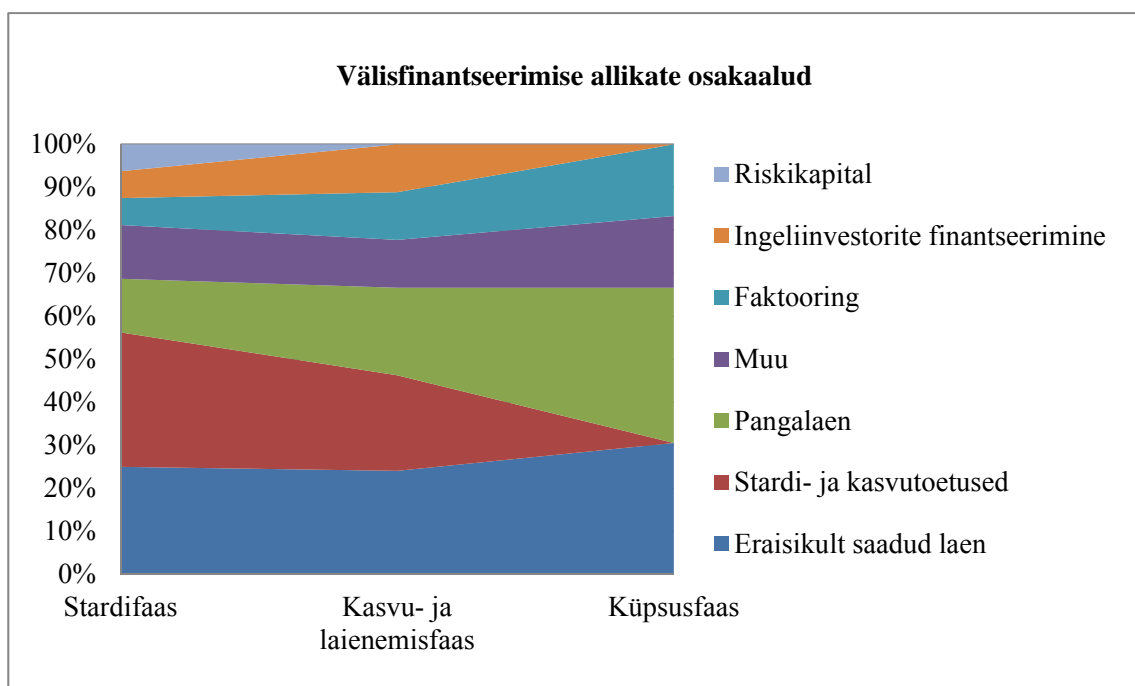
tuttavate poolt antud laenuid ning riiklikud toetused. Samuti üsna oluline toetuste osakaal räägib riigitoetusmeetmete heast kättesaadavusest ning väike- ja keskmise suurusega ettevõtete teavitatusest nendest meetmetest ja piisavast pädevusest nende meetmete taotlemiseks.

Peamisteks põhjusteks välisfinantseerimise mittekaasamisele nimetasid 42% küsitlud väike- ja keskmise suurusega ettevõttest, kes ei kaasanud väliskapitali üldse, enamasti välisfinantseerimise vajaduse puudumist ja seda kõige rohkem info ja side valdkonnas. Haldus- ja abitegevuste ning hariduse tegevusharudes tegutsevate ettevõtete seas oli kõige rohkem probleeme välisfinantseerimise kaasamisel. Välisfinantseerimise mittekaasamise põhjusteks oli nimetatud pangalaenude puhul tagatiste või garantiide puudumist, riiklike toetusmeetmete puhul aga aruannete keerukust ning informatsiooni puudujääki, riskikapitali ning ingelinvestorite finantseerimise kaasamise põhilisteks probleemideks olid äriidee edukuse tõestamine, investorite ebareaalsed ootused ning informatsiooni puudujääk.

Tegevuse alustamisel ehk stardifaasis kasutasid enamuse küsitluses osalenud ning välisfinantseerimist kaasanud ettevõtetest starditoetust (31%), millele järgnes eraisikult saadud laen (25%) ning seejärel pangalaen (13%) (vt joonis 7). Uuringust selgus, et päris mitmed väike- ja keskmise suurusega ettevõtted on kasutanud välisfinantseerimist ning enamust neist eelistab nii öelda tasuta välisfinantseerimist toetuste ning lähedaste ja tuttavate laenu vormis. Paljud välisfinantseerimist kasutanud ettevõtted kaasavad välisfinantseeringut mitmest allikast, et saada võimalikult rohkem vahendeid ettevõtte tegevuse alustamiseks. Kõige rohkem oli starditoetust kasutatud Harjumaal. Tartumaal kaasati ka ingelinvestorite finantseerimist ning riskikapitali, Ida-Virumaal enamasti pangalaenu ning eraisikult saadud laenu. Starditoetust on kasutatud enamasti info ja side ning töötleva tööstuse valdkondades, ingelinvestorite finantseerimist samuti töötleva tööstuse valdkonnas ning riskikapitali info ja side valdkonnas. Pangalaene on kasutatud kõige rohkem kinnisvaraalases tegevuses ning ehituses.

Kasvu- ja laienemisfaasis otsustasid küsitlud väike- ja keskmise suurusega ettevõtted kasutada eraisikult saadud laenu (20%), kasvutoetust (18%) ning pangalaenu (17%)

Küpsusfaasis aga domineerisid juba pangalaenu (27%) ja eraisikult saadud laenu (23%) välisfinantseerimise kaasamisel. Samuti oli täheldatud uuringu käigus, et need ettevõtted, kes olid jõudnud küpsusfaasi olid vähem antud arenguetapil välisfinantseeringut kaasanud võrreldes stardi ja kasvu- ning laienemisfaasiga ning eelistanud kasutada ettevõtte sisemisi rahastamisallikaid. Võimalikeks põhjusteks võivad olla autori arvates vahendite piisavus antud faasis, kuivõrd sinna jõudmine tähendab jätkusuutlikkust ning teiselt poolt ka toetuste saamise keerukus antud arenguetapil, kuna ikkagi suurem osa riiklikest toetustmeetmetest on suunatud ettevõtluse alustamisele või siis noorte ettevõtete toetamisele. Need ettevõtted, kes vajasisid lisafinantseeringut oma tegevuse toetamiseks valisid pangalaene, kuivõrd riiklikud toetusmeetmed ei ole ettevõtetele antud arenguetapil väga kättesaadavad, kuid pangalaenu on juba lihtsam saada, sest ettevõttel on juba tekkinud teatud tegevus ja krediidi ajalugu ning samuti varad ja rahavood, mis võivad olla ettevõttele tagatiseks laenu taotlemisel.



Joonis 7. Välisfinantseerimise allikate osakaalu dünaamika väike- ja keskmise suurusega ettevõtete erinevas arenemisfaasis (autori koostatud).

Regionaalsest aspektist on väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise võimalustes ja probleemides mõned erinevused. Suuremates linnades tegutsevate ettevõtete finantseerimisvõimalused on mõnevõrra paremad kui maapiirkondades tegutsevatel ettevõtetel, sest nende ligipääs erinevaid finantseerimisallikaid vahendavatele institutsioonidele on parem ning ka info finantseerimisvõimaluste kohta levib suuremates linnades kiiremini. Seda on kinnitanud ka bakalaureusetöö autori uuring. Harjumaa ja Tartumaa piirkondades nii kaasatakse rohkem välisfinantseerimist kui ka kasutatakse erinevaid finantseerimisallikaid, seejuures näiteks Ida-Virumaal küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtted kasutavad enamasti laenukapitali ning hindavad erinevaid välisfinantseerimisallikaid puudutavad informatsiooni pigem keskpäraseks ja puudulikuks, seejuures riigi toetusmeetmeid puudutav informatsioon on vastanute arvamusel üsna puudulik ja takistavaks teguriks toetuse taotlemisel ja saamisel. Samuti võivad autori arvates täiendavateks takistavateks teguriteks riigitoetuste taotlemisel ja saamisel olla keelelised probleemid ning kogemuse puudumine vajaliku informatsiooni otsimisel ning äriplaani ja finantsproгноoside koostamisel. Sellele on viidanud ka Eesti Väike ja Keskmiste Ettevõtjate Assotsiatsioon (EVEA) oma muukeelsete ettevõtjate kaasamis- ja teavitamisprojekti „Kaks keelt – ühine hää!” mis oli kestnud 2012. aasta veebruarini (Kaks ... 2013). Eesti Väike ja Keskmiste Ettevõtjate Assotsiatsiooni andmetel on Eesti venekeelse elanikkonna hulgas on palju ettevõtjaid, kelle eesti keele oskus ja sellest tulenev informeeritus eesti majanduses toimuvast on kohati puudulik. Seetõttu on nimetatud osa ettevõtjaskonnast suurel määral isoleeritud nii informatsioonist kui ka ettevõtluskeskkonna kujundamisest. EVEA arvamusel on probleem eriti terav Ida- Virumaal. EVEA projekti raames oli pakutud rahvusvähemustesse kuuluvatele ettevõtjatele süsteemset informatsiooni Eesti ettevõtluse keskkonnast ning kaasatud neid nii EVEA liikmeskonda kui ka ettevõtjate ja riigi vahelisse dialoogi. Eeldatavasti on see programm soodustanud venekeelse elanikkonna informeeritust Ida-Virumaal, kuid nagu bakalaureusetöö autori uuring näitab esineb seal ikkagi olulisi probleeme, mis vajavad kõrvaldamist.

Mis puudutab välisfinantseerimise allikaid puudutavat informatsiooni üle Eesti, siis küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtted peetsid pangalaene puudutavat

informatsiooni kättesaadavust pigem keskpäraseks (64%) või heaks (36%). Riskikapitali puudutavat informatsiooni kättesaadavust peeti pigem keskpäraseks (48%) või puudulikuks (32%). Riigitoetusmeetmete puudutava informatsiooni kättesaadavust peeti pigem heaks (37%) või keskpäraseks (26,32%). Ingelinvestorite informatsiooni kättesaadavus oli peetud pigem puudulikuks, sellist arvamust oli väljendanud 58% vastanutest. Nagu näha, üle Eesti on riiklike toetusmeetmete ning pangalaene puudutav informatsioon üsna kättesaadav, kuid riskikapitali ning ingelinvestorite informatsioon jääb tihtipeale kättesaamatuks paljude väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks. Piirkondade lõikes on erinevused selles osas vähetähtsad, välja arvatud Ida-Virumaa, kus ka riiklike toetusmeetmete puudutava informatsiooni kättesaadavust peeti pigem puudulikuks. Parimateks finantseerimisvõimaluste informatsiooni allikateks peetsid vastanud väike- ja keskmise suurusega ettevõtted Interneti ning sõpru ja tuttavaid.

Eesti väikettevõtjate eelistused finantseerimise allikate osas jagunesid järgmiselt – ettevõtte sisemised finantseerimisallikad (kasum ja rahavood) (58%), riiklikud ja Euroopa Liidu ja riiklikud toetused (32%) ning laenukapital (10%), mis on kooskõlas ka Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamise otsustega, kus domineerisid eraisikult saadud laenud ning Euroopa Liidu ja riiklikud toetused. Ingelinvestorite poolt finantseerimine ning riskikapitali kaasamine jääb Eestis ikka ebapopulaarseks nii selle kättesaadavuse tõttu, kui ka nende finantseerimisallikate informatsiooni kättesaamatuse tõttu kui ka üsna raskete finantseerimistingimuste tõttu. Küsitluses osalenud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhid kurtsid, et Eestis tegutsevad ingelinvestorid ja riskikapitalistid soovivad ülikiiret ettevõtte kasvu ning kõrget investearu tulukust, mis on tihtipeale ebareaalne Eesti turu väiksuse tõttu ja ka muudel põhjustel.

Kuigi enamus väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid eelistab sisemisi finantseerimisallikaid, on nad siiski suuremas osas sunnitud otsima täiendavat välisfinantseeringut ning nende väliskapitali kaasamise otsusi mõjutavad mitmed tegurid. Küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhid ise nimetasid välisfinantseerimise kaasamise otsusi mõjutavate tegurite seas omafinantseerimise või kapitali puudumist ja vahendite vajadust, väliskapitali kättesaadavust, välisfinantseeringu kulukust,

välisfinantseerimise tingimusi ja välisfinantseerimise kaasamisega seotud riske. Tingimuste poolest tundsid muret väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhid eelkõige välisfinantseerijate rolli suhtes ettevõtte juhtimises ja omamises, samuti ka välisfinantseerijate ja ettevõtte eesmärkide ja tegevuse kokkusobivuse suhtes ning ettevõtte võimelisuse suhtes finantseerija tingimusi täita. Ettevõtete juhid märkisid ka, et äriidee edukuse tõestamine on tihtipeale ülikeeruline ja seda eriti ingelinvestoritele ja riskikapitalistele. Riiklike toetusmeetmete puhul oli üheks otsustavaks teguriks toetusprogrammi ja ettevõtte arendamiseesmärkide omavahelist sobivus ning ühilduvus. Kapitali kaalutud keskmist hinda arvestab välisfinantseerimise kaasamisel vaid 30% küsitletud väike- ja keskmise suurusega ettevõtetest, seejuures nagu eelpool sai juba mainitud eelistatakse ja valitakse vähem kulukaid välisfinantseeringu allikaid nagu riiklikud toetused või eraisikult saadud laenud.

Kokkuvõtteks teostatud uuringust selgus, et kuigi enamus Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid eelistavad kasutada sisemist finantseerimist (rahavoogu ja kasumi vormis) välisfinantseerimisele, siiski enamus neist on sunnitud kasutama välisfinantseerimist kas piisava omafinantseeringu puudumise tõttu või siis täiendavate ressursside vajadusel. Seejuures on enamus väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid kasutanud Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuselt taotletud stardi- ja kasvukapitali toetust, mille taotlemine ja sellega seotud tingimuste järgimine ei ole koormavaks ega keeruline ettevõtete jaoks. Kuivõrd eelistatumaks välisfinantseerimise allikaks on toetused ning eraisikute poolt antud laenud, siis võib järeldada, et otsustavaks teguriks välisfinantseerimise kaasamise otsusel väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks Eestis on finantseeringu hind ehk kulukus ning soodne ettevõtluskeskkond, mis võimaldab väike- ja keskmise suurusega ettevõttel saada Euroopa Liidu fondidest rahastatud toetust. Seda kinnitavad ka vastanute positiivsed hinnangud riigi toetustemeetmeid puudutava informatsiooni kättesaadavusele. Samas riiklike toetuste saanute osakaal omab regionaalset iseloomu ning Harjumaa ja Tartumaa piirkonnas on see domineeriv, teistes piirkondades ei ole väike- ja keskmise suurusega ettevõtted hästi teavitatud välisfinantseerimise võimalustest ning leiavad ka selle kättesaadavuse taset madalaks.

KOKKUVÕTE

Antud bakalaureusetöö teoreetilises osas olid välja toodud mitmed teoreetilised lähenemised väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise võimalustele ning probleemidele ja neid mõjutavatele teguritele. Kõigepealt analüüsiti välisfinantseerimise viise ja seotud instrumente, nende seas käsitleti põhjalikumalt krediteerimist, ingelinvestori poolset finantseerimist, riskikapitali kaasamist ning riiklike toetusmeetmetega finantseerimist väike- ja keskmise suurusega ettevõtte kontekstis.

Kapitalistruktuuri teooriate seas vaadeldi kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriaid, staatilisi kompromissiteooriaid ning finantshierhia teooriaid. Franco Modigliani ja Merton Milleri hüpotees sätestas kapitali struktuuri tähtsusetust teatud piiratud hulga eelduste korral, kuid need eeldused siiski ei vasta reaalsusele ning ei selgita seda, kuidas ettevõtted peaksid ennast finantseerima. Vastavalt staatilise kompromissiteooria seisukohale on ettevõtte jaoks olemas oma- ja võõrkapitali optimaalne suhe, mille korral on ettevõtte väärtus maksimaalne. Valikut laenu- ja omakapitali vahel määravad vastavalt kolmele peamisele lähenemisele ettevõtte kasvutsükli faas, teiste samas valdkonnas tegutsevate ettevõtete kogemused ning kindlad ettevõtte eelised välisfinantseerimise allikate suhtes. Finantshieraria teooria väidab, et eksisteerib optimaalne finantseerimisallikate paremusjärjestus ning selle pooldajate hüpoteesiks, et ettevõtete eelistatuim valik on sisemised allikad, millele järgneb laenukapital ja alles siis omakapital. Ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid välistele, kuivõrd välisfinantseerimine vähendab ettevõtte paindlikkust, suurendab kontrolli ettevõtte järel ning sellega kaasnevad tehingukulud.

Varasemad uuringud ettevõtete välisfinantseerimist mõjutavate tegurite valdkonnas on näidanud, et välisfinantseerimise kättesaadavus ja kaasamist mõjutavad finantsturgude

seisund ja areng, ettevõtete informeeritus välisfinantseerimise allikate ja tingimuste suhtes, ettevõtete eelistused, välisinvesteeringu kulukus ja informatsiooni assümmeetria esinemine.

Eestit puudutav empiiriline analüüs näitas, et Eestis on olemas mitu võimalust väike- ja keskmise suurusega ettevõtte välisfinantseerimiseks. Kõige vähemkulukamad on Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse, KredExi, Töötukassa ning muude asutuste poolt pakutavad riiklikud toetusmeetmed. Pangalaenu on muutunud tänu KredExi laenugarantiile väike- ja keskmise suurusega ettevõttele kättesaadavamaks ja samuti eksisteerivad ka võimalused finantseerida ettevõtte ingelinvestori või riskikapitali kaasamisega. Viimased on siiski hinnatud kui keeruliselt kättesaadavad välisfinantseerimise allikad.

Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise kaasamise dünaamika analüüs näitas, et välisfinantseerimise kättesaadavuse küsimuses ettevõtete jaoks on toimunud muutusi. Viimase kümne aasta jooksul on riiklikud toetused muutunud palju kättesaadavamaks ja väike- ja keskmise suurusega ettevõtted on nendest ka palju paremini informeeritud. See on muutnud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete olukorda mugavamaks, seda eriti tegevuse alustamise etapil, kus riiklikud toetused on palju kättesaadavamad. Majanduskriis on mõjutanud ka pangalaenu kasutamist, ühelt poolt on need muutunud vähem kättesaadavamaks ettevõtjate jaoks tagatiste nõudmise tõttu, teiselt poolt kasvas ettevõtete hulk, mis pangalaenu abil katavad just oma tegevuskulusid, aga ei investeerinud põhivarasse. Ingelinvestorite ja riskikapitali kaasamise osakaal ja nendesse ettevõtjate suhtumine on püsinud peaaegu muutumatuna. Ettevõttevälisinvestorit ei soovitata kaasata ettevõtte tegevuse üle kontrolli kaotamise hirmust.

Bakalaureusetöö autori poolt läbiviidud Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete küsitluse tulemustest selgusid mitmed välisfinantseerimise eripärad. Eesti väike- ja keskmise ettevõtete seas leidis kinnituse finantshierarhia hüpotees, küsitletud eelistasid sisemisi finantseerimisallikaid välistele, välisfinantseerimisega kaasnevate kulude ning ettevõtte üle kontrolli kaotamise hirmude tõttu. Sisemistele finantseerimisallikatele järgnesid madalate tehingukuludega kaasnevad toetused ning eraisikult saadud laenu ja

seejärel pankade poolt pakutud laenukapital. Selgus ka, et kuigi enamus Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid eelistavad kasutada sisemist finantseerimist (rahavoogu ja kasumi vormis) välisfinantseerimisele. Siiski enamus neist on sunnitud kasutama välisfinantseerimist kas piisava omafinantseeringu puudumise tõttu või siis täiendavate ressursside vajadusel. Seejuures on enamus väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid kasutanud Ettevõtluse Arendamise Sihtasutusest taotletud stardi- ja kasvukapitali toetust, mille taotlemine ja sellega seotud tingimuste järgimine ei olnud koormavaks ega keeruliseks ettevõtete jaoks. Kuivõrd eelistatumaks välisfinantseerimise allikaks olid toetused ning eraisikute poolt antud laenud. Autor järeldab, et otsustavaks teguriks välisfinantseerimise kaasamise otsusel väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks Eestis on finantseeringu hind ehk kulukus ning soodne ettevõtluskeskkond, mis võimaldab väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel saada Euroopa Liidu fondidest rahastatud toetust. Seda kinnitasid ka vastanute positiivsed hinnangud riigi toetustemeetmeid puudutava informatsiooni kättesaadavusele. Samas riiklike toetuste saanute osakaal omas regionaalset iseloomu ning Harjumaa ja Tartumaa piirkonnas oli see domineeriv, teistes piirkondades ei olnud väike- ja keskmise suurusega ettevõtted hästi teavitatud välisfinantseerimise võimalustest ning hindasid ka selle kättesaadavuse taset madalaks. Ida-Virumaal ja Pärnumaal oli võrreldes Harjumaa ja Tartumaaga kaasatud laenukapitali.

Välisfinantseerimise mittekaasamise põhjustena toodi välja nii vajaduse puudust, seda enamasti info ja side valdkonnas, kui ka pangalaenude puhul tagatiste puudumist, riiklike toetusmeetmete puhul aruannete keerukust ning informatsiooni puudujääki, riskikapitali ja ingelinvestorite kaasamisel äriidee edukuse tõestamise keerukust, investorite ebareaalseid ootusi ja informatsiooni puudujääki.

Bakalaureusetöö autori arvates on välisfinantseerimine muutunud Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele kättesaadavamaks ja sellega kaasnevaid probleeme on võrreldes eelmiste aastatega on palju vähem, kuid seda eelkõige Euroopa Liidu ja riiklike toetusmeetmete rakendamise tõttu. Antud informatsioon võib nii Eesti riiklikele asutustele kui ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele endile huvi pakkuda. Ingelinvestorite ja

riskikapitali kättesaadavuse ja kaasamise vähene areng räägib aga selles valdkonnas uuringute jätkamise vajadusest.

VIIDATUD ALLIKAD

1. Allutatud laenu üldtingimused – Ettevõtjale. KredEx'i veeb.
[<http://www.kredex.ee/ettevote/laen-ja-kaendus-3/allutatud-laen-2/allutatud-laenu-uldtingimused/>]. 02.03.2013.
2. Alustavale ettevõtjale: EAS-i lahendused ja toetusvõimalused. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse veeb. [<http://www.eas.ee/et/alustavale-ettevotjale/eas-i-lahendused-ja-toetusvoimalused/eas-i-lahendused-ja-toetusvoimalused/>]. 02.03.2013.
3. **Baker, M., Wurgler, J.** Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, Vol. LVII, No 1, 2002, 32 p.
4. Banking Services and External Finance for SMEs. Bank Review. HM Treasury.
[<http://www.hm-treasury.gov.uk/d/Bankreviewchaptfive.pdf>]. 12.04.2013.
5. **Becchetti, L., Trovato, G.** The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms: the Role of the Availability of External Finance. Spring Journal: Small Business Economics, Vol 19, 2002, pp. 291-306.
6. **Brigham, E.F., Ehrhardt, M.C.** Financial Management: Theory & Practice. 13th Edition, Cengage Learning, South-Western, 2011, 1184 p.
7. **Burton, M., Brown B.** The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking. Business and Economics, M. E. Sharpe: 2009, 686 p.
8. **Damodaran, A.** Applied Corporate Finance. Third Edition. New York: Wiley, 2010, 752 p.
9. Eesti ettevõtluspoliitika 2007-2013. Täiendatud versioon. Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium, Tallinn, 2011.
[<https://valitsus.ee/UserFiles/valitsus/et/valitsus/arengukavad/majandus-ja->

- kommunikatsiooniministeerium/Ettev%C3%B5tluspoliitika_2007_2013.pdf].
02.03.2013.
10. Eesti väikese ja keskmise suurusega ettevõtete arengu suundumused. Uuringu aruanne. Saar Poll, 2008, 103 lk.
 11. Eesti väikese- ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundmustest. EMORi uuring, 2003, 114 lk.
 12. **Ehrhardt, M.C., Brigham, E.F.** Corporate Finance: a Focused Approach. 4th Edition. Cengage Learning, South-Western, 2010, 810 p.
 13. Ettevõtete arendamine. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse veeb.
[<http://www.eas.ee/et/ettevotjale/ettevotte-arendamine>]. 02.03.2013.
 14. Ettevõtluse alustamise toetus. Tööturuteenused. Töötukassa veebileht.
[<http://www.tootukassa.ee/index.php?id=12502>]. 01.03.2013.
 15. Euroopa Liidu Ettevõtluspoliitika. Majanduspoliitiline raamistik. Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium. [www.mkm.ee/326542/] 2.03.2013.
 16. European Commission – Enterprise and Industry. SBA (Small Business Act) teabeleht. Eesti 2010/11. – [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2010-2011/estonia_et.pdf].
15.03.2013.
 17. **Frank, M.Z., Goyal, V.K.** Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics 67 (2003), 2002, pp. 217-248.
 18. **Gallagher, T.J.** Financial Management: Principles and Practice. 5th Edition, 2009, 640 p.
 19. **Giannetti, M.** Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38, 2003, pp. 185-212.
 20. **Golberg, I.** Ettevõtete finantsvõimendust mõjutavad tegurid (Euroopa telekommunikatsiooniettevõtete näitel. Dissertatsiooni autoreferaat *magister artiumi* kraadi taotlemiseks majandusteaduses. Tartu Ülikool: Tartu, 2007, 13 lk.
 21. **Gueugneau, Romain.** Estonia, How a Former Soviet State Became the Next Silicon Valley. Les Echos/ Worldcrunch, 2013, 4 p.

22. **Gup, B.E., Kolari, J.W.** Commercial Banking: the Management of Risk. 3rd Edition. John Wiley & Sons, United States: 2004, 583 p. Viidatud **Kõomägi, M.** Ärirahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, 279 lk. vahendusel.
23. **Jaaksoo, K., Kitsing, M., Lember, K., Rebane, T.** Ettevõtlus- ja Innovatsioonipoliitika Vahehindamine. Majandus- ja Kommunikatsiooni Ministeerium. Tallinn, 2012, 204 p.
24. **Jõeveer, Karin.** Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries. Bank of Estonia. Working Paper Series 2/2006 21 p.
25. **Kaarna, R., Masso, M., Rell, M.** Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundmused. Riigikogu toimetised. Poliitikauuringute Keskus Praxis. Tallinn, 2012. [www.riigikogu.ee/rito/index.php?id=16133]. 30.03.2013.
26. Kaks keelt – ühine hää. Teavitamisprojekt. Eesti Väike- ja Keskmiste Ettevõtjate Assotsiatsioon. [www.evea.ee/82]. 28.03.2013.
27. Kasvutoetus. Alustavale ettevõtjale: EAS-i lahendused ja toetusvõimalused. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse veeb. [<http://www.eas.ee/et/alustavale-ettevotjale/eas-i-lahendused-ja-toetusvoimalused/kasvutoetus/ueldist>]. 02.03.2013.
28. **Krumm, K.** Investeeringute alused. TTÜ Tallinna Kolledž. Tallinn: Infotrükk OÜ, 201, 91 lk.
29. **Kuura, A.** Väikeettevõtlus. Tartu Ülikool, Pärnu Kolledž, ärijuhtimise lektoraat. Tartu: 2001, 190 lk.
30. **Kõomägi, M.** Informatsiooni asümmeetria riskikapitali rahanduses ettevõtja ja riskikapitalisti vahel. Ettevõtte globaliseeruvus majanduses: II teadus- ja koolituskonverents; Pärnu, 30-31. jaanuar 2004. Tallinn: Mattimar, 2004, lk. 78 - 93.
31. **Kõomägi, M.** Ärirahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006. 279 lk.
32. Laenukäendus – Ettevõtjale. KredEx'i veeb. [<http://www.kredex.ee/ettevotte/laen-ja-kaendus-3/laenukaendus-2/>]. 02.03.2013.

33. Majanduse rahastamise ülevaade. Eesti Pank, veebruar 2013, 22.
34. **Megginnson, W.L., Smart, S.B.** Introduction to Corporate Finance. 2nd Edition, Cengage Learning, South-Western, 2008, 886 p.
35. **Myers, S. C., Majluf, N. S.** Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. – The Modern Theory of Corporate Finance. McGraw-Hill, 1990, pp. 419- 453. Viidatud Sander, P. Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. In: Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents: Mattimar OÜ, 2003, lk. 170 – 177 vahendusel.
36. **Myers, S.** Capital Structure. – Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol 15, No 2, pp. 81-102.
37. **Niskanen, M., Niskanen, J.** The Determinants of Firm Growth in Small and Micro Firms – Evidence on relationship lending effects. University of Kuopio, School of Business and Administration, 2007, 23 p.
38. **Petersen, B.C., Carpenter, R.E.** Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? Review of Economics and Statistics, 2002, 42 p.
39. **Põldsaar, M., Pärson, T.** Ettevõtlus Eestis. Statistikaameti ettevõtlusstatistika osakond. Statistikaamet, 2012, 74 lk.
40. **Raudsepp, V., Ivanova, N.** Võõrfinantseerimise võimaluste areng Eestis ja mõju ettevõtete tulutoovusele.-Ettevõtte Finantsjuhtimine: Regionaalaspekt. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk 117-141.
41. **Revoltella, D.** Financing Firms in Eastern European Countries: An Asymmetric Information and Agency Cost Approach. 1998. Viidatud Kõomägi, M. Informatsiooni asümmeetria riskikapitali rahanduses ettevõtja ja riskikapitalisti vahel.Ettevõtte globaliseeruvus majanduses: II teadus- ja koolituskonverents; Pärnu, 30-31.jaanuar 2004. Tallinn: Mattimar, 2004, lk. 78 – 93 vahendusel.

42. Riskikapital. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus. [<http://www.eas.ee/et/alustavale-ettevotjale/ettevotlusega-alustamine/ettevotluse-rahastamine-ja-toetused/riskikapital>]. 02.03.2013.
43. **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. In: Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents: Mattimar OÜ, 2003, lk. 170 - 177.
44. **Schans, D., Murray, C., Hardy, A., Sadler, E.** SME Access to External Finance. BIS Economic Paper No 16. BIS Department for Business Innovation & Skills. London: January, 2012, 391 p.
45. Stardilaenu üldtingimused – Ettevõtjale. KredEx'i veeb. [<http://www.kredex.ee/ettevote/laen-ja-kaendus-3/stardilaen-2/stardilaenu-uldtingimused/>]. 02.03.2013.
46. Starditoetus. Alustavale ettevõtjale: EAS-i lahendused ja toetusvõimalused. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse veeb. [<http://www.eas.ee/et/alustavale-ettevotjale/eas-i-lahendused-ja-toetusvoimalused/starditoetus/ueldist>]. 02.03.2013.
47. Tehnoloogialaenu üldtingimused – Ettevõtjale. KredEx'i veeb. [<http://www.kredex.ee/ettevote/laen-ja-kaendus-3/tehnoloogialaen-2/tehnoloogialaenu-uldtingimused/>]. 02.03.2013.
48. Thinking Big for Small Businesses. What Does EU Do for SME-s. European Commision. Enterprise and Industry. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 201, 24 p.
49. **Timošova, Diana.** Eeti väike- ja keskmise suurusea ettevõtete probleemid pangalaenude ja riiklike toetusmeetmete kasutamisel. Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, lk. 99-116.

50. What is an SME? - Small and medium sized enterprises (SME) - Enterprise and Industry. European Commission. [ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_en.htm]. 02.03.2013.

LISAD

Lisa 1. Väike ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus kategooriate lõikes Euroopa Komisjoni definitsiooni järgi.

Ettevõtte kategooria	Töötajate arv (in)	Aastakäive (mln eurot)	või	Bilansi maht (mln eurot)
Keskmise suurusega	<250	≤ € 50		≤ € 43
Väike	<50	≤ € 10		≤ € 10
Mikro	<10	≤ € 2		≤ € 2

Allikas: Euroopa Komisjoni koduleht, 2013

Lisa 2. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus tegevusharude lõikes 2011. aastal, protsentides.

Tegevusalad kokku	100%
Põllumajandus, metsamajandus ja kalapüük	12%
Mäetööstus	0%
Töötlev tööstus	7%
Elektrienergia, gaasi, auru ja konditsioneeritud õhuga varustamine	0%
Veevarustus; kanalisatsioon; jäätme- ja saastekäitlus	0%
Ehitus	9%
Hulgi- ja jaekaubandus; mootorsõidukite ja mootorrataste remont	18%
Veondus ja laondus	7%
Majutus ja toitlustus	3%
Info ja side	4%
Finants- ja kindlustustegevus	2%
Kinnisvaraalaane tegevus	6%
Kutse-, teadus- ja tehnikaalaane tegevus	13%
Haldus- ja abitegevused	6%
Avalik haldus ja riigikaitse; kohustuslik sotsiaalkindlustus	0%
Haridus	2%
Tervishoid ja sotsiaalhoolekanne	2%
Kunst, meelelahutus ja vaba aeg	3%
Muud teenindavad tegevused	6%
Kodumajapidamised tööandjana;	0%

Allikas: Eesti Statistikaamet, 2013

Lisa 3. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jaotus maakondade lõikes 2011. Aastal, protsentides.

Kogu Eesti	100%
Harju maakond	52%
..Tallinn	41%
Hiiu maakond	1%
Ida-Viru maakond	6%
Jõgeva maakond	2%
Järva maakond	2%
Lääne maakond	2%
Lääne-Viru maakond	4%
Põlva maakond	2%
Pärnu maakond	6%
Rapla maakond	3%
Saare maakond	3%
Tartu maakond	11%
Valga maakond	2%
Viljandi maakond	3%

Allikas: Eesti Statistikaamet, 2013

Lisa 4. Küsitluse ankeet.

1. Teie ettevõtte vanus
2. Teie ettevõtte tegevusala (EMTAK - valikvastused)
3. Teie ettevõtte asukoht (kõik linnad - valikvastused)
4. Millisel ettevõtte arengu etapil olete kasutanud välisfinantseerimist?
Valikvastused: Stardifaas/ Kasvu- ja laienemisfaas/ Küpsusfaas
5. Juhul kui Teie ettevõtte ei ole kasutanud välisfinantseerimist, palun selgitage allpool, millisel põhjusel ei ole kasutanud ning milliseid takistusi on selle taotlemisel tekkinud, ning jätkake 9. küsimusest.
6. Millist liiki välisfinantseerimist on Teie ettevõtte kasutanud ettevõtte stardifaasis?
Valikvastused: Erasikult saadud laen/ Ingelinvestorite finantseerimine/ Riskikapital/
Pangalaen/ Sihtasutuse laenugarantii/ Liising/ Faktooring/ Väärtpaberite võõrandamine/
Startikapitali toetus/ Kasvukapitali toetus/ Muu toetus

7. Millist liiki välisfinantseerimist on Teie ettevõtte kasutanud ettevõtte kasvu- ja laienemisfaasis? (*Kui Teie ettevõtte on hetkel stardifaasis, jätkke 7. ja 8. küsimus vahele.*)
Valikvastused: Erasikult saadud laen/ Ingelinvestorite finantseerimine/ Riskikapital/
Pangalaen/ Sihtasutuse laenugarantii/ Liising/ Faktooring/ Väärtpaberite võõrandamine/
Startikapitali toetus/ Kasvukapitali toetus/ Muu toetus
8. Millist liiki välisfinantseerimist on Teie ettevõtte kasutanud ettevõtte küpsusfaasis? (*Kui Teie ettevõtte on hetkel stardi- või kasvu- ja laienemisfaasis, jätkke 8. küsimus vahele.*)
Valikvastused: Erasikult saadud laen/ Ingelinvestorite finantseerimine/ Riskikapital/
Pangalaen/ Sihtasutuse laenugarantii/ Liising/ Faktooring/ Väärtpaberite võõrandamine/
Startikapitali toetus/ Kasvukapitali toetus/ Muu toetus
9. Kuidas hindate pangalaene puudutava info kättesaadavust?
Valikvastused: Hea/Keskpärase/Puudulik
10. Kuidas hindate riskikapitali puudutava info kättesaadavust?
Valikvastused: Hea/Keskpärase/Puudulik
11. Kuidas hindate riigi toetusmeetmete puudutava info kättesaadavust?
Valikvastused: Valikvastused: Hea/Keskpärase/Puudulik
12. Kuidas hindate ingelinvestorite finantseerimist puudutava info kättesaadavust?
Valikvastused: Hea/Keskpärase/Puudulik
13. Mis kanalitest saate informatsiooni finantseerimisvõimaluste kohta?
Valikvastused: Internet/ Seminarid-infopäevad/Sõbrad ja
tuttavad/Televisioon/Ajakirjandus/Muu
14. Milliseid tegureid eelkõige mõjutavad välisfinantseerimise kaasamise otsust Teie ettevõttes?
15. Kas välisfinantseerimise kaasamisel arvestate kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC)?
Valikvastused: Jah/ Ei
16. Millised on teie eelistused finantseerimisallikate osas? Sisemised finantseerimisallikad/
Valikvastused: Laenukapital/ Väline omakapital (väärtpaberite emiteerimine)/ Riskikapital/
Ingelinvestorite kapital/ Riiklikud ja EL toetused

SUMMARY

EXTERNAL FINANCING POSSIBILITIES AND PROBLEMS FOR SMALL AND MEDIUM-SCALE ENTERPRISES

Aleksei Šapovalov

During the post-crisis time in Europe high emphasis is being placed on the development of business and measures that would revive economics and lower the damage caused by economic crisis. According to European Commission, more than 99% of European enterprises are of small- or mid-scale, and about three-fourths of working-age population are engaged for them. In Estonia the percentage of small and mid-scale enterprises is about 98% of the whole. Small and mid-scale enterprises are not only tax-payers and the part of Estonian and EU GDP but also employers and creators of new job opportunities, which is vital for preventing high post-crisis unemployment. During the last few years a lot of attention has been drawn to the support and development of small- and mid-scale enterprises both in Estonia and EU, for the development of the above-mentioned is crucial for maintaining economic balance in Europe.

From the point of view of economic advancement, it is also important that the largest possible amount of country's residents are interested in establishing privately owned enterprises, for the new small- and mid-scale enterprises perform as the creators of new vacancies, thus helping to achieve a socially balanced economic development. Small- and mid-scale enterprises offer the opportunity of self-expression and increase in welfare to regions with a lack of large-scale enterprises and high unemployment rates, thus aiding a

balanced regional development. For the reason of flexibility, small and mid-scale enterprises are able to react to the changes in economic conditions remarkably fast, hence facilitating the flexibility of economy on the whole.

Sometime in the process of its ascension each enterprise has a need for supplementary financing that exceeds the rate of money turnover in day-to-day operation. Nowadays there exists a great number of alternative methods of facilitating supplementary financing, still one should choose between internal and external financing sources. Though Estonian businessmen prefer using their own funds, they are often forced to assist external financing. There is a great number of external financing opportunities, however, it is still unclear, to what extent they are available and what kind of problems they can cause.

At the same time many changes happened in the field of availability of external financing sources to small- and mid-scale enterprises in post-crisis. Therefore, it is important to know, what the rate of availability of external financing sources, according to small- and mid-scale enterprises, is, and what problems the above-mentioned enterprises could face—problems that have to be eliminated for the sake of stabile economic development in Estonia.

The aim of the present thesis is to inquire into the availability of external financing and the problems that are related to it by the example of small- and mid-scale enterprises in Estonia. In order to arrive at the aim of the given Bachelor Thesis, the following research tasks were posed:

- Elucidate the ways of external financing and the instruments related
- Make an overview of capital structure theories that would clarify the theoretical grounds of external financing
- Find out the influencing factors of external financing and their directions of influence, guided by the former empirical research
- Make an overview of availability of external financing and the opportunities for small- and mid-scale enterprises in Estonia

- Analyse the dynamics of involvement into external financing support among small- and mid-scale enterprises, according to the research and statistical data concerning Estonia
- Carry out a survey among the heads of small- and mid-scale enterprises and elucidate the aspects of obtaining external financing

A number of theoretical approach methods to the opportunities of external financing of small and mid-scale enterprises and problems together with their influencing factors have been brought out in the given work. First of all, the ways of external financing and the instruments related were analysed: among them, crediting, angel investor financing, risk capital involvement and state support measures in the context of small- and mid-scale enterprises were drawn forth.

Among the capital structure theories the ones of capital structure irrelevance, static compromise and financial hierarchy have been examined. The hypothesis of Franco Modigliani and Merton Miller determined the unimportance of capital structure if a certain limited amount of preconditions occurs, though the latter do not meet the reality and do not bring out the ways, in which enterprises could finance themselves. According to the viewpoint of static compromise theory, there exists an optimal correlation between owned and extraneous capitals, in case of which the value of an enterprise is maximal. The choice between the loan- and own capital is determined in accordance with the following three approaches: the enterprise's growth cycle, the experience of its counterparts in the same field and the certain preferences in external financing sources of the enterprise. Financial hierarchy theory states that there exists an optimal order of preference of financial sources, and the apologists of the latter state a hypothesis that most preferable for the enterprises are internal sources, which are followed by loan capital, own capital, thus, being the last. Enterprises prefer internal financing sources to the external ones, for external financing lowers the level of flexibility of the former and increases control over them, which is accompanied by transaction costs

The empiric analysis concerning Estonia has shown that the latter possesses many opportunities of external financing for small- and mid-scale enterprises. The least money-losing are the state support measures offered by such organisations as Enterprise Estonia, KredEx, Estonian Unemployment Insurance Fund etc. With the help of KredEx's credit insurance bank loans have become available for small- and mid-scale enterprises; also, there exist such opportunities as angel investor financing and risk capital involvement. The two latter, however, are considered difficult to avail of.

The analysis of external financing involvement dynamics among small- and mid-scale enterprises of Estonia has shown that the question of external financing availability has undergone a change. Within the last ten years, government subsidies have become more available and small- and mid-scale enterprises have become more aware of the former. This has improved the business climate of small- and mid-scale enterprises, especially in the beginning stage, where government subsidies are most obtainable. The Global Financial Crisis has also influenced the usage of bank loans: from one point, the latter have become less available for businessmen for the reason of insurance claims; on the other hand, the number of enterprises that use loans for covering their overhead expenses, not investing into the basic capital, has increased. The role of angel investors and risk capital involvement has remained the same, as well as the attitude towards the aforementioned of businessmen. Small- and mid-scale enterprises are still afraid to involve the external investor for the fear of loss of control over the management of the enterprise.

The results of the survey of the current thesis concerning small- and mid-scale enterprises revealed many facts related to Estonian external financing. Financial hierarchy theory has found its confirmation among Estonian small- and mid-scale enterprises: the surveyed preferred internal financial sources to the external ones for the fear of expenses that go with external financing and of losing control over the enterprise. The following sources in the order of preference were subsidies with low transaction costs and loans given by private individuals, bank loans being the last. It also emerged that though the majority of Estonian small- and mid-scale enterprises prefer internal financing (in the form of funds flow and profit) to external financing, still a great part of them is forced to use the latter either for the

reason of own financing shortage or for need of supplementary resources. Thus, the majority of small- and mid-scale enterprises have used Enterprise Estonia's start-up and growth capital grants, applying for which did not appear somewhat burdening or complicated to the enterprises. Since grants and loans given by private individuals were the most preferable external financing sources, the author concluded that the decisive factor for external financing of small- and mid-scale enterprises in Estonia is the cost of financing, or the expenditure, and favourable business climate that enables small- and mid-scale enterprises get subsidies from European Union funds. The abovementioned was confirmed by the positive evaluations of availability of information about state support measures. The percentage of those who got governmental subsidies differed regionally: it was dominant in Harjumaa and Tartumaa—the small and mid-scale enterprises in other regions were not informed about external financing opportunities to such a large extent, thus considering the level of its availability as quite low.

As a reason for the refusal to attract external financing, the following facts were named: the absence of need, especially in the fields of information and communication, and of credit insurance, in case of bank loans; regarding state support measures, it is the complexity of statements and lack of information; in case of involvement of risk capital and angel investors, it is the complexity of proving the successfulness of a business idea, unrealistic expectations of the investors and—again—the lack of information.

From the viewpoint of the author of the given thesis, external financing has become more available for Estonian small and mid-scale enterprises, also, there is less concurrent problems by comparison to the previous years: the reason for that lies in the employment of the EU state support measures. The abovementioned information can be of particular interest to both Estonian public institutions and small and mid-scale enterprises themselves. The deficient development of angel investment and risk capital and their limited availability draws forth the need for further research in this field.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina Aleksei Šapovalov

(sünnikuupäev: 10.05.1986)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

**VÄIKE- JA KESKMISE SUURUSEGA ETTEVÕTETE VÄLISFINANTSEERIMISE
VÕIMALUSED JA PROBLEEMID**

mille juhendaja on dotsent Nadezda Ivanova,

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus/Tallinnas/Narvas/Pärnus/Viljandis, **28.05.2013**